

# GARANTIAS DE DEUDA Y EQUILIBRIOS INEFICIENTES

ROGER CRAINE<sup>1</sup>

## ABSTRACT

Almost all governments, implicitly or explicitly, guarantee bank debt. This paper uses the Savings and Loan debacle in the US to illustrate the effect of government guarantees of bank debt on resource allocation. If the guarantee distort incentives so that financial intermediaries choose projects whose risk-adjusted expected return is less than the risk-adjusted expected market return, then the equilibrium is inefficient. Scarce capital(savings) is misallocated so that wealth is less than potential wealth, and the economy's growth may be less than potential growth. In an inefficient equilibrium the guarantee distorts the intertemporal allocation of resources which reduces the wealth of current and future generations. The S&L debacle is an ideal case study because the goal of government policy is well-defined and, in retrospect, the reasons for the policy failures and successes are clear and easy to understand.

## RESUMEN

Casi todos los gobiernos, implícita o explícitamente, garantizan la deuda bancaria. El presente informe utiliza la debacle de las asociaciones de Ahorro y Préstamo en los Estados Unidos para ilustrar el efecto de las garantías gubernamentales de la deuda bancaria en la asignación de recursos. Si la garantía distorsiona los incentivos de modo que los intermediarios financieros eligen proyectos cuyo retorno esperado conforme al riesgo es inferior al retorno de mercado esperado conforme al riesgo, en ese momento el equilibrio es ineficiente. Escaso capital (ahorros) es asignado inadecuadamente de modo que la riqueza es menor que la riqueza

---

<sup>1</sup> Economics Department. University of California Berkeley, CA 94720-3830. [craine@econ.berkeley.edu](mailto:craine@econ.berkeley.edu). January 1996.

Este trabajo fue preparado para las 10as. Jornadas Anuales de Economía patrocinadas por el Banco Central del Uruguay.

potencial, y el crecimiento de la economía puede ser inferior al crecimiento potencial. En un equilibrio ineficiente la garantía distorsiona la asignación intertemporal de recursos lo cual reduce la riqueza de las generaciones actuales y futuras. La debacle de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo es un estudio ideal de caso práctico dado que la meta de la política gubernamental está bien definida y, en retrospectiva, las razones para los fracasos y los éxitos de las políticas son claras y fáciles de comprender.

## INTRODUCCION

Casi todos los gobiernos, implícita o explícitamente, garantizan la deuda bancaria. En algunos países, el estado administra bancos públicos, por ejemplo en Australia, Francia y Uruguay. Otros países tales como Estados Unidos y Japón explícitamente garantizan la deuda de bancos privados a través de un sistema de seguro de depósitos que protege a los depositantes hasta un monto máximo. Los compromisos implícitos a menudo amplían la garantía a la deuda bancaria no cubierta por un seguro de depósito o un compromiso explícito. En 1984 cuando el enorme (US\$ 34.000 millones en activos) Continental of Illinois Bank de propiedad privada se balanceaba al borde de la insolvencia, el gobierno de Estados Unidos anunció que algunos bancos eran «demasiado grandes para dar quiebra» y asumió la propiedad. Ninguno de los acreedores del banco—inclusive aquellos con la deuda «no asegurada»—sufrió pérdidas.

Cuando un banco quiebra y el gobierno paga su garantía, la prensa amablemente rotula la transferencia de fondos de los contribuyentes a agentes privados como un «rescate». Los desembolsos han sido grandes y pocas economías han permanecido inmunes. Recientemente el gobierno japonés (diciembre 1995) aprobó US\$ 6.700 millones para disolver siete empresas de préstamos para vivienda. Las estimaciones de préstamos no cumplidos en los bancos japoneses llegan a una cifra tan elevada como de US\$ 252.000 millones. Credit Lyonnais recibió US\$ 10.000 millones del gobierno francés (el monto del déficit de seguridad social francés) y necesitará más. Credit Lyonnais perdió en inversiones en la MGM (una compañía cinematográfica de Hollywood) y en bienes raíces comerciales. El State Bank of South Australia amplió su actividad a operaciones internacionales de préstamos y bienes inmobiliarios comerciales. Requirió US\$ 3.150 millones de parte del gobierno de Australia del Sur cuando se complicaron las inversiones. Esto significó US\$ 2250 para cada residente del estado. Ordenar la confusión de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo en los Estados Unidos costó alrededor de US\$ 200.000 millones o cerca de \$ 800 por residente estadounidense.

La prensa no especializada hizo responsable de las quiebras y el posterior «rescate» a la inadecuada regulación o desregulación, a la codicia y a la corrupción. Pero el hecho de que el gobierno cumpla con su garantía y pague a los acreedores del banco no es necesariamente prueba de un resultado ineficiente. Una garantía de deuda es un seguro. El seguro paga

cuando existe una mala realización. La sociedad pierde solamente cuando existe una ineficiente asignación de recursos.

El presente informe utiliza la debacle de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo en los Estados Unidos para ilustrar el efecto de las garantías del gobierno de la deuda bancaria en la asignación de recursos. Si la garantía distorsiona los incentivos de modo que los intermediarios financieros eligen proyectos cuyo retorno esperado conforme al riesgo es inferior al retorno de mercado esperado conforme al riesgo, en ese momento el equilibrio es ineficiente. El escaso capital (ahorros) es asignado inadecuadamente de modo que la riqueza es menor que la riqueza potencial, y el crecimiento de la economía puede ser inferior al crecimiento potencial. En un equilibrio ineficiente la garantía distorsiona la asignación intertemporal de recursos lo cual reduce la riqueza de las generaciones actuales y futuras.

La debacle de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo es un estudio ideal de casos prácticos dado que la meta de la política gubernamental está bien definida y, en retrospectiva, las razones para los fracasos y los éxitos de las políticas son claras y fáciles de comprender. En el momento en que se desarrollaron los acontecimientos no existían eruditos (economistas o políticos) que pronosticaran las quiebras o el camino hacia el éxito.

El sistema financiero se derrumbó durante la Gran Depresión y el gobierno desempeñó un rol activo en establecer por ley límites y proporcionar apoyo para la estructura financiera que resurgía.

El Congreso quiso dar a los pequeños compradores de vivienda el mismo acceso al financiamiento que a las grandes compañías. Por lo tanto, creó un sector dedicado al financiamiento de viviendas. Una bien intencionada política de control y dominio aisló a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo de las fuerzas del mercado. El aislamiento condujo a desequilibrios regionales y sectoriales en la década del 60 y eventualmente destruyó el sector de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo en la década del 80. El apresurado parche legislativo para restablecer el sistema amplió la garantía de seguro de depósitos proveniente de deuda asegurada por hipotecas a deuda asegurada por activos de información privada no comercializados. Esto abrió la puerta a oportunidades riesgosas moralmente, lo cual condujo a pérdidas masivas y a recursos desperdiciados.

En 1960 el gobierno también trató de crear un mercado secundario

nacional en hipotecas para eliminar los desequilibrios regionales y sectoriales. Finalmente, este esfuerzo condujo a la integración de los mercados hipotecarios y de capitales. En la actualidad, los valores respaldados por hipotecas, se venden directamente en el mercado de capitales. El valor total de los títulos con garantía hipotecaria exceden el valor de los bonos corporativos. Los pequeños compradores de viviendas tienen el mismo acceso al capital que las grandes corporaciones. En el caso de financiamiento de vivienda, la integración funcionó — el aislamiento fracasó.

El informe está organizado de la siguiente manera. La Sección I presenta la estructura general. La Sección II la aplica a la política de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo. En la Sección III se exponen las conclusiones.

## SECCION I: VISION GENERAL

Esta sección establece los criterios para analizar las garantías del Gobierno para deuda bancaria. Si los recursos son asignados inadecuadamente, el equilibrio es ineficiente.

**1. OBJETIVO.** La evaluación de cualquier política requiere un objetivo. Qué es lo que se supone debe lograr la política y porqué hay una garantía del Gobierno? Existe alguna externalidad?

El balance de un banco tiene dos partes: activo y pasivo. Ambas han sido utilizadas como justificación para las garantías del gobierno para deuda.

**Activo:** La justificación corriente es canalizar el capital a un sector determinado, o a determinadas industrias.

**Pasivo:** La justificación corriente es proteger a los pequeños ahorristas desinformados y proteger al mecanismo de pagos.<sup>2</sup>

---

2 Pienso que la única justificación para economías con mercados financieros bien desarrollados es proteger el mecanismo de pagos. Pero mi opinión es discutible. Aquí la cuestión es que cualquier política debería tener un objetivo bien definido.

**2. ESTA SUBVALUADA LA GARANTIA?** Una garantía de deuda es un seguro. Un seguro con un precio justo no distorsiona las decisiones privadas. Por supuesto que «precio justo» es una noción abstracta. En situaciones con información privada es imposible para los externos determinar el precio justo. Pero en estos casos también es imposible para el gobierno (un externo) regular en forma efectiva, es decir, supervisar y controlar las acciones. Si hay información privada una garantía de deuda es probablemente la política equivocada para lograr el objetivo.

Si la garantía está subvaluada, hay dos resultados (no excluyentes mutuamente).

**Transferencia:** La subvaluación subsidia al intermediario financiero pero no distorsiona sus decisiones respecto al activo. Esta es simplemente una transferencia de riqueza. La riqueza de la sociedad sigue siendo la misma y la política redistribuye la riqueza. En principio, la redistribución solo podría deshacerse con impuestos y transferencias.

**Asignación Inadecuada de los Recursos:** La subvaluación distorsiona las decisiones respecto al activo. Esta es una pérdida neta para la sociedad. Una redistribución no puede restablecer la riqueza perdida.

## SECCION II: UN ESTUDIO DE CASOS PRACTICOS

El Congreso estadounidense adoptó un rol activo en la delimitación de las actividades de los intermediarios financieros y la elaboración de reglamentaciones para el sistema financiero tras la Gran Depresión de los años 30. Esta sección resume el crecimiento y el colapso del sector de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo y los fracasos y éxitos de política cometidos.

**OBJETIVO:** El objetivo del Congreso era brindar a los pequeños compradores de vivienda el mismo acceso a los fondos que las grandes corporaciones.

Definiré igual acceso en forma algo más abstracta y mucho más precisa de lo que lo han hecho los políticos. Cualquier activo queda defini-

do por la función de densidad de sus pagos. Supongamos que  $S$  significa el conjunto de posibles estados de la naturaleza,  $s$ , y  $\Pi$  es el conjunto de probabilidades;  $\Pi(s)$  indica la probabilidad que se de el estado  $s$ . Y supongamos que  $X$  significa el conjunto de los pagos  $x(s)$  del activo en cada estado. Una función de densidad de los pagos esta constituida por el conjunto de los pagos que dependen del estado,  $X$ , y el conjunto de probabilidades asociadas con dichos pagos,  $\Pi$ . En un mercado eficiente dos activos con la misma función de densidad de pagos,  $Y = X$ , son sustitutos perfectos y tienen el mismo precio,  $P(Y) = P(X)$ . Si la rentabilidad de un activo es una fracción de la rentabilidad de otro activo,  $Y = \alpha X$ , el precio de ese activo es una fracción del precio del otro activo,  $P(Y) = \alpha P(X)$ . Un ejemplo trivial es que el precio de una acción del paquete accionario de Microsoft es la mitad del precio de dos acciones del paquete accionario de Microsoft.

Igual acceso significa que un pequeño comprador de vivienda en la misma categoría de riesgo-es decir, con una distribución de rentabilidad proporcional,  $Y = \alpha X$ - que una gran corporación paga la misma tasa de interés que la gran corporación, es decir,  $P(Y) = \alpha P(X)$ .

Si los mercados fueran perfectos, un pequeño prestatario que ofreciera una secuencia proporcional de pagos que un gran prestatario pagaría la misma tasa de interés. Pero dado que los mercados no son perfectos, una hipoteca no es un sustituto perfecto para un bono corporativo. La deuda de una corporación se vende en el mercado de capitales, las hipotecas individuales no. El mercado de capitales tiene al menos tres ventajas para los tenedores de activos:

- (1) bajos costos de transacción
- (2) mercado líquido (los activos homogéneos pueden ser revendidos debido a necesidades de liquidez, o para reequilibrar el portafolio.)
- (3) los tenedores de activos pueden diversificar para eliminar el riesgo no sistemático

La diversificación es un elemento crucial para la historia que sigue a

continuación.<sup>3</sup> En el famoso Modelo de Fijación de Precios de Activos los inversores solamente reciben una prima por soportar el riesgo sistemático. Esto se puede ver a partir de la siguiente relación:

$$r(i) - r_f = \beta[(r_m) - r_f] + \varepsilon(i)$$

El excedente del retorno del título  $i^o$  en relación a la tasa libre de riesgo  $r_f$ ,  $r(i) - r_f$ , está formado por un componente sistemático,  $\beta[r_m - r_f]$ , que depende de cómo el retorno del título varía con el retorno del mercado,  $r_m$  ( $\beta$  mide la covarianza entre  $r_m$  y  $r(i)$ ) y un componente no sistemático,  $\varepsilon(i)$ , que representa la volatilidad que no está correlacionada con el retorno del mercado. No hay recompensa para el riesgo no sistemático ya que puede ser diversificado. La prima de riesgo en el título  $i^o$ ,  $E[r(i) - r_f] = \beta[E(r_m) - r_f]$ , cubre solamente el riesgo sistemático. Las restricciones regulatorias que impidieron que las Asociaciones de Ahorro y Préstamo diversificaran las expuso a riesgo no sistemático que finalmente condujo a su colapso.

Para cuantificar el componente sistemático del riesgo de tasa de interés en deuda de tasa fija con vencimiento a largo plazo estimé la línea del mercado de valores para bonos del gobierno estadounidense a 20 años.<sup>4</sup> Los bonos del gobierno a largo plazo tienen riesgo de tasa de interés similar a las hipotecas de tasa fija a largo plazo (las tasas hipotecarias no fueron determinadas por el mercado hasta los años 80). El retorno es volátil dado que los pequeños cambios en las tasas de interés tienen como resultado grandes ganancias o pérdidas de capital en deuda con vencimiento a largo plazo. El nivel del retorno de los bonos del gobierno a 20 años está en más de 2/3 de la desviación estándar del retorno del S&P500 (mi sustituto del retorno del mercado). Pero la beta para bonos del gobierno con vencimiento a largo plazo es solamente 0,22. La mayor parte del riesgo de tasa de interés es riesgo diversificable. Los bonos del gobierno a largo plazo solamente tienen una prima del 1% por encima de la tasa libre de riesgo. El Índice S&P500 tiene una prima del 5%.

---

3 Es importante tener en cuenta que los contratos de deuda son riesgosos. Existen dos tipos de riesgo: el riesgo de incumplimiento y el riesgo de tasa de interés.

4 Los datos son del archivo de CRSP. La muestra son datos anuales de 1960 a 1992. Sustituí el retorno del mercado por el retorno del S&P500 y la tasa de interés libre de riesgo por la tasa de las Letras de Tesorería.

## **EL PROBLEMA:** Cómo Brindar Igual Acceso a los Compradores de Vivienda

La deuda corporativa y del gobierno en la misma clase de riesgo que una hipoteca es más atractiva para los tenedores de activos dado que pueden diversificar el riesgo y revender la deuda en mercados líquidos. Para dar a los propietarios de viviendas el mismo acceso a los fondos que las grandes corporaciones un programa de gobierno debe hacer que las hipotecas resulten atractivas para los tenedores de activos. La pregunta es: ¿Cómo?

## **POLITICA**

Después de la Gran Depresión el Congreso creó un sector de servicios financieros dedicado a financiar la vivienda.<sup>5</sup> Creó el Consejo Federal Bancario para Préstamos de Vivienda con autoridad para organizar, regular y otorgar anticipos a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo. Exigió a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo que mantuvieran aproximadamente el 80% de sus activos en hipotecas de vivienda de tasa fija con vencimiento a largo plazo. El Congreso también compensó a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo por la tenencia de un portafolio ineficiente. Les otorgó seguros de depósito que les permitió obtener fondos a la tasa libre de riesgo (o menor). E implantó restricciones geográficas a sus préstamos —solamente podían prestar dentro de un radio de 100 kilómetros de sus oficinas— para limitar la competencia. Una autorización para una Asociación de Ahorro y Préstamo era una licencia local. La legislación efectivamente aisló a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo de las fuerzas del mercado por un tiempo bastante largo.

Después de la 2ª Guerra Mundial el sistema funcionó muy bien. En los años 50 y a principios de los 60 las Asociaciones de Ahorro y Préstamo consolidaron el boom estadounidense de la vivienda. Parecía el populismo en su mejor expresión. Los pequeños ahorristas locales mantenían depósitos en su asociación de ahorro y préstamo local. Los pequeños constructores locales construían las casas financiados por la Asociación de Ahorro y Préstamo local. En 1980 había más de 4000 Asociaciones de Ahorro y

---

<sup>5</sup> Este es un muy breve resumen. Para un excelente informe véase *Origins and Causes of the S&L Debacle, A Blueprint for Reform* (1993).

Préstamo con un volumen promedio de activos de solamente US\$ 150 millones. Aunque las Asociaciones de Ahorro y Préstamo eran pequeñas mantenían suficientes hipotecas como para hacer del riesgo de incumplimiento un riesgo actuarial. Aproximadamente una hipoteca en 2.500 incumple debido a riesgo no sistemático —un divorcio, pérdida del trabajo, etc. Un portafolio de hipotecas reduce el riesgo de incumplimiento a riesgo sistemático. El riesgo de incumplimiento es relativamente fácil de cuantificar y asegurarse. Pero las Asociaciones de Ahorro y Préstamo no estaban diversificadas contra riesgo de tasa de interés. Un aumento en las tasas de interés disminuyó el valor del 80% de su portafolio.

A mediados de la década del 60 comenzaron a aparecer los primeros signos del costo del aislamiento. Había un desequilibrio geográfico y un desequilibrio sectorial. La costa oeste creció más rápidamente que la costa este. No había un mecanismo para ahorros en el este para financiar viviendas en el oeste. Los compradores de vivienda de la costa oeste pagaban tasas de interés más altas que los compradores de vivienda de la costa este con el mismo perfil de riesgo. Los mercados locales tienen precios locales. Cuando una política monetaria restrictiva aumentó las tasas de interés a corto plazo, se produjo una salida de fondos de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo y la construcción de viviendas se derrumbó. Los pequeños constructores y compradores de vivienda soportaron lo peor de la política monetaria. Un sistema aislado es lento en adaptarse a la presión del mercado.

El Congreso respondió de dos formas. Fijó techos de tasas de interés para detener la desintermediación (que ocasionaba aislamiento adicional de las fuerzas del mercado.) E intentó crear un mercado secundario nacional de hipotecas para eliminar los desequilibrios geográfico y sectorial. Dio instrucciones a la Asociación Federal Nacional Hipotecaria (FNMA) de comprar y vender hipotecas sobre vivienda. La FNMA podía comprar hipotecas pero no había nadie a quien vendérselas. Y la FNMA no era lo suficientemente grande para compensar las restricciones de crédito. La FNMA no podía crear un mercado secundario.

En 1968 el Congreso lo intentó nuevamente. En esta oportunidad creó la Asociación Gubernamental Nacional Hipotecaria (GNMA). La GNMA tenía autoridad para garantizar hipotecas, pero no para comprar hipotecas. Usaba su autoridad para garantizar el pago de intereses y capi-

tal en títulos, respaldada por un pool de hipotecas<sup>6</sup>, emitidos por entidades privadas —firmas de Wall Street y grandes bancos. La GNMA solamente proporciona garantía contra el riesgo de incumplimiento. Hacer un pool de hipotecas hace del riesgo de incumplimiento un riesgo actuarial que es fácil de cuantificar y asegurarse. La GNMA cobra una pequeña prima de seguro y nunca ha estado en dificultades financieras. Actualmente hay aseguradores privados que cubren las hipotecas que no cumplen con las condiciones (de acuerdo a los criterios de la GNMA).

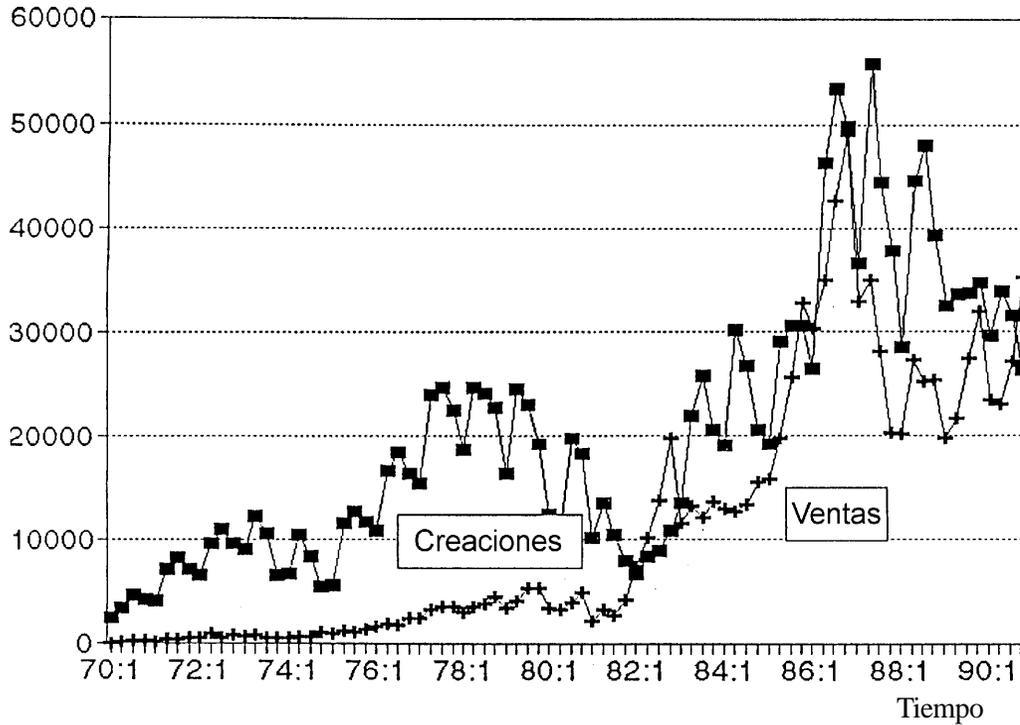
Los títulos con garantía hipotecaria de la GNMA se vendían en los mercados de capitales. Los compradores de títulos con garantía hipotecaria podían combinarlos en un portafolio para eliminar el riesgo no sistemático de tasa de interés. Y podían revenderlos en un mercado líquido de capitales. De este modo, las hipotecas unidas a los títulos, tenían la misma atracción que la deuda del gobierno.

Los títulos con garantía hipotecaria crearon el instrumento para integrar los mercados hipotecario y de capitales. Proporcionaron a los pequeños compradores de vivienda el mismo acceso a los mercados de capitales que las grandes corporaciones. No obstante, hasta 1980 el mercado de títulos con garantía hipotecaria creció muy lentamente, como se puede ver en la Gráfica Número 1.

---

6 Las hipotecas deben satisfacer ciertos criterios. Ver Fabozzi y Modigliani (1992) para una descripción detallada de los títulos de la GNMA.

**GRAFICA 1**  
**S&Ls: Creación y Venta de Hipotecas**



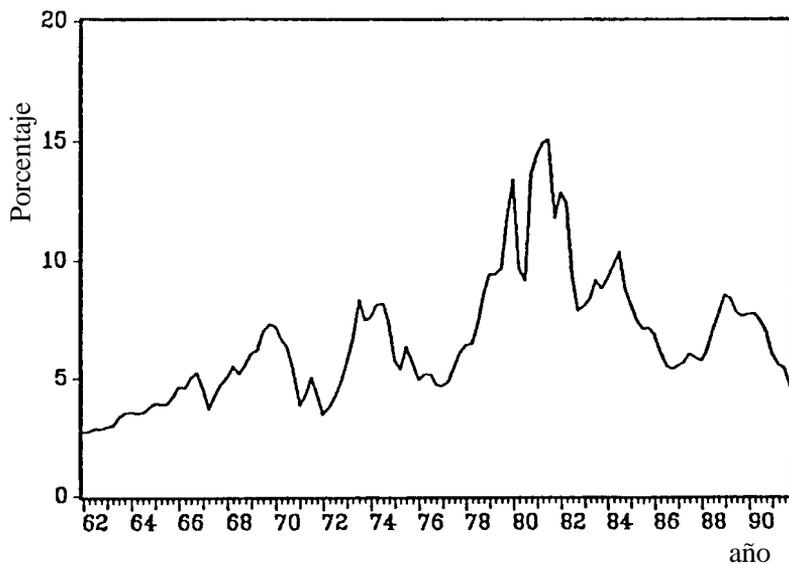
Fuente: HUD Quarterly Lending Survey

La Ilustración muestra la creación y las ventas de hipotecas. En la década del 70 la mayoría de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo continuaron con su actividad como de costumbre. Crearon y mantuvieron hipotecas —las ventas fueron inferiores al 15% de las creaciones. Las Asociaciones de Ahorro y Préstamo no tenían ningún incentivo fuerte para participar en el mercado de títulos con garantía hipotecaria. Podían vender hipotecas individuales y comprar un título de la GNMA que les daba mayor liquidez, pero no diversificaban el riesgo de tasa de interés. Y la legislación aún les exigía mantener la mayor parte de sus activos en hipotecas, o en títulos con garantía hipotecaria.

## **EL COLAPSO**

A fines de 1979 la Reserva Federal intensificó drásticamente la política monetaria restrictiva para combatir la inflación. Las tasas de las Letras de Tesorería saltaron de 6% en 1979 a 15% en 1982. El aumento en las tasas de interés fue una sorpresa. El pronóstico respecto a las tasas de interés de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo no fue peor que el del mercado de valores. Pero la legislación las forzó a mantener portafolios no diversificados. El shock de la tasa de interés aniquiló al sector de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo. El valor de su activo bajó. El costo del pasivo —depósitos a corto plazo— subió vertiginosamente. Perdían dinero sobre una base de flujo de efectivo y el valor de mercado de su activo era inferior al valor de su pasivo. La Gráfica 2 y el Cuadro 1 del Desastre de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo ilustran el grado de destrucción.

**GRAFICA 2**  
**Tasa de Interés de Bonos del Tesoro**  
**(Trimestral)**



**CUADRO 1**  
**Pérdidas e Insolvencia en la Industria S&L**  
**1979-1982**

	1979	1980	1981	1982
Ingreso (billones)	\$0.781	(\$4.631)	(\$4.142)	\$1.945
% de empresas no rentables en la Industria S&L	7%	36%	85%	68%
Activos de empresas no rentables en relación a los activos totales de S&L (en%)	4%	33%	91%	61%
Nº de empresas insolventes	34	43	112	415
% de empresas insolventes* en la industria	1%	1%	3%	13%
Activos de empresas insolventes en billones	-	-	\$29	\$220
como % de los activos totales de S&L	-	-	5%	32%
Patrimonio neto (tangible) como % de los activos totales	5.6%	5.3%	3.9%	0.6%

\*Patrimonio neto calculado sobre la base de bienes tangibles.

Fuente: Federal Home Loan Bank Board

En 1981 el 85% de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo no arrojaron beneficios. Hacia 1982 el 13% de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo que mantenían el 32% de los activos del sector eran insolventes sobre una base de contabilidad en libros. Sobre una base de valor de mercado casi todas las Asociaciones de Ahorro y Préstamo eran insolventes.

**EQUILIBRIO GENERAL:** Una Transferencia de Riqueza

El shock de la tasa de interés fue una sorpresa. Todos los tenedores de deuda a largo plazo con interés fijo (prestamistas) experimentaron una pérdida de capital. Todos los prestatarios lograron una ganancia de capital. El shock de la tasa de interés originó una transferencia de riqueza; no acabó con la riqueza. La situación social no era peor.

No obstante, los agentes con portafolios no diversificados experimentaron grandes cambios en su riqueza. Los propietarios de viviendas con hipotecas a intereses fijos bajos obtuvieron una enorme ganancia. El valor nominal de mercado de sus activos —sus casas— aumentó con la inflación (que ocasionó la rigurosa política monetaria) y el valor nominal de mercado de su deuda —sus hipotecas— se redujo drásticamente al aumentar las tasas de interés. Las Asociaciones de Ahorro y Préstamo experimentaron una enorme pérdida. El valor nominal de sus activos —hipotecas— decayó al aumentar las tasas de interés. Pero el valor nominal de su deuda —depósitos a corto plazo— permaneció constante. Las estimaciones situaron el valor de mercado de los pasivos de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo en aproximadamente US\$ 150.000 millones por encima del valor de mercado de sus activos.

Sin embargo, los recursos no fueron asignados inadecuadamente. Las Asociaciones de Ahorro y Préstamo invirtieron en activos cuyo retorno esperado conforme al riesgo era igual al retorno de mercado. Sus decisiones de inversión no distorsionaron la asignación de recursos. El problema fue que mantuvieron ineficientes portafolios no diversificados, de modo que el shock de la tasa de interés los aniquiló.

Un «rescate» en 1982 habría reducido la riqueza de los contribuyentes redistribuyéndola entre los depositantes. La mayoría de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo habrían sido liquidadas. Pero la riqueza de la sociedad habría seguido siendo esencialmente la misma. (Y el mecanismo —títulos con garantía hipotecaria— que en última instancia brindó a los compradores de viviendas igual acceso al mercado de capitales, era el adecuado).

### **RESPUESTA Y FRACASO:** Un Equilibrio Ineficiente

Por supuesto, la idea de liquidar completamente el sector de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo en 1982 nunca se le ocurrió a ninguna persona encargada de formular las políticas que encarase el tema con seriedad. El sector soportó una terrible paliza ya que la reglamentación y la legislación lo ataron de pies y manos obligándolo a mantener un portafolio no diversificado vulnerable a los shocks de las tasas de interés. No fue

culpa de los propietarios de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.<sup>7</sup> El Congreso les quitó las ataduras en 1982. El Congreso permitió que las Asociaciones de Ahorro y Préstamo invirtieran en casi todo —desde bonos basura hasta participación directa en la promoción de bienes inmobiliarios.

Pero cuando el Congreso quitó las ataduras a la selección de activos, también amplió (involuntariamente) la garantía de la deuda respaldada por cualesquiera activos elegidos por las Asociaciones de Ahorro y Préstamo —por ejemplo, promoción de bienes inmobiliarios. Este no era el objetivo del Congreso —ellos querían dar a los compradores de viviendas, y no a los promotores de bienes inmobiliarios, igual acceso a la provisión de recursos financieros.

## **EL FRACASO: UN EQUILIBRIO INEFICIENTE**

Ampliar la garantía condujo a un equilibrio ineficiente. La garantía de la deuda fue subvaluada para las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, que aprovecharon la oportunidad. Una Asociación de Ahorro y Préstamo de Florida invirtió en bonos basura que devengaban una prima de riesgo del 7%. La prima de seguro de depósito fue inferior al 0,1%. Fue casi de arbitraje —préstamo tomado al 6% inversión al 13%. Si los bonos reditúan, la Asociación de Ahorro y Préstamo gana; si quedan en mora, el fondo de seguros pierde. La prima de riesgo sobre los bonos basura es fácilmente medible. Pero la mayoría de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo invirtieron en activos no comercializados de información privada, cuyo valor era imposible de calcular para los externos. Y los propietarios podían aumentar rápidamente el riesgo del portafolio sin ser detectados. La ampliación de la garantía abrió la puerta a problemas operativos. Los reguladores de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo no contaban con alta tecnología, pero aunque la tuvieran no podrían haber monitoreado y controlado algunas de estas operaciones. Florecieron oportunidades éticamente riesgosas. Se presentaron oportunidades para ganancias particulares y pérdidas sociales. Se asignaron inadecuadamente los recursos y la riqueza se perdió. La situación social empeoró.

---

7 De hecho, no estaban precisamente libres de culpa. El sector de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo presionó fuerte y eficientemente para mantener las restricciones que los aislaban del mercado; gozaban de su protección.

Explicaré un equilibrio ineficiente con la saga de la Vernon Savings and Loan de Vernon, Texas. En 1982 Don Dixon, un promotor de bienes inmobiliarios, volvió al lugar de su nacimiento —la pequeña ciudad de Vernon— para comprar la Asociación de Ahorro y Préstamo local. La Asociación de Ahorro y Préstamo era pequeña. Solamente tenía US\$ 82 millones en activos, la mayor parte en hipotecas. Dixon ofreció casi US\$ 6 millones —aproximadamente 1,4 veces el valor contable de la Asociación de Ahorro y Préstamo. Y en 1982 no les iba bien a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo. El propietario y fundador de la Vernon, R. B. Tanner, aceptó rápidamente la «generosa» oferta de Dixon. Dixon sabía reconocer una oportunidad cuando la veía. Transformó la letárgica Asociación de Ahorro y Préstamo que mantenía hipotecas en una máquina de hacer dinero. Inmediatamente comenzó a invertir en empresas muy arriesgadas — inversión comercial y promoción de bienes inmobiliarios— todo financiado con depósitos de ahorro asegurados. Dixon sabía que todo lo que realizara era suyo y todo lo que perdiera era del gobierno. Concentró las inversiones al principio del período de modo que tuvieran un positivo rendimiento inicial aún en la eventualidad de que fracasaran.

La Vernon Savings and Loan creció dieciséis veces de US\$ 82 millones a US\$ 1.600 millones en sólo cuatro años. Y Dixon generosamente se recompensó a sí mismo por su trabajo. Obtuvo US\$ 22 millones en dividendos. Hizo que la Asociación de Ahorro y Préstamo comprase una casa de US\$ 1 millón en California meridional, y un albergue de esquí de US\$ 2 millones en Colorado, y un yate de US\$ 2.600.000 en Florida. La Vernon gastó otros US\$ 5.500.000 en costos de arrendamiento de aviones para trasladar a Dixon y sus amigos entre sus residencias y el yate.

En 1987 los reguladores cerraron y liquidaron la Vernon Savings and Loan. Los activos solamente vendieron US\$ 300 millones. Esta no fue sólo una mala realización. Fue un equilibrio ineficiente. Dixon invirtió en proyectos cuyo retorno esperado conforme al riesgo era mucho menor que el retorno esperado del mercado conforme al riesgo.

## **EL EXITO: Integración de los Mercados Hipotecario y de Capitales**

En 1982 el mercado para títulos con garantía hipotecaria comenzó a crecer rápidamente. Pronto la mayoría de las hipotecas (que se ajustaban a los criterios) fueron vendidas y mantenidas en pools que respaldaban valores vendidos en los mercados de capitales. Se crearon nuevos instrumentos

adaptados a las preferencias de los tenedores de activos. Para 1993 había sido securitizado el 40% de todas las hipotecas sobre 1-4 viviendas familiares de los Estados Unidos. El valor de mercado de los títulos en circulación con garantías hipotecarias era mayor que el valor de mercado de los bonos corporativos. El Wall Street Journal coloca el rendimiento sobre el índice de Solomon para títulos con garantía hipotecaria al frente de la Sección de Inversiones junto con el rendimiento de los bonos del Tesoro a largo plazo y el índice de Merrill Lynch para bonos corporativos.

Los mercados hipotecario y de capitales están integrados. Los pequeños compradores de viviendas de la misma clase de riesgo que los grandes prestatarios pagan la misma tasa de interés que el gran prestatario. Las tasas sobre nuevas hipotecas se mueven (casi) acompasadamente con las tasas del Tesoro a largo plazo. La regresión del cambio en la nueva tasa hipotecaria (para hipotecas que se ajustan a los criterios) sobre el cambio contemporáneo en la tasa de bonos del Tesoro a 10 años y de los niveles retrasados de la tasa a diez años sobre una muestra de datos mensuales desde 1987 a 1992 da un  $R^2$  de 0,71. El cambio contemporáneo en la tasa de bonos del Tesoro es la variable independiente más importante. La misma regresión aplicada sobre una muestra desde 1979 a 1986 da un  $R^2$  de solamente 0,41 y el cambio contemporáneo en la tasa de bonos del Tesoro es insignificante.

### **SECCION III: RESUMEN Y CONCLUSIONES**

El presente informe utiliza el sector estadounidense de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo y la regulación de dicho sector para analizar las garantías de deuda y los equilibrios ineficientes. En un equilibrio ineficiente los recursos están asignados inadecuadamente. La garantía distorsiona los incentivos de modo que los intermediarios financieros se benefician al invertir en proyectos cuyo retorno esperado conforme al riesgo es menor que el retorno esperado del mercado conforme al riesgo.

Las Asociaciones de Ahorro y Préstamo estadounidenses sirven para un estudio de caso práctico particularmente apropiado debido a que —con perfecta retrospectiva— las lecciones son claras. El objetivo del Congreso era brindar a los pequeños compradores de viviendas igual acceso al capital que a las grandes corporaciones. La política de crear un mercado secundario nacional en hipotecas de viviendas en definitiva llevó a la integración de

los mercados hipotecario y de capitales. Los títulos con garantía hipotecaria brindaron a los compradores de viviendas igual acceso al capital que el gobierno. El gobierno garantizó las hipotecas contra riesgo de incumplimiento —esencialmente un riesgo actuarial que puede ser asegurado. Los compradores de títulos con garantía hipotecaria pudieron diversificar el riesgo de interés no sistemático.

La política de crear un sector aislado dedicado a financiar la vivienda fracasó. La asignación de recursos fue relativamente eficiente. El seguro de depósitos protegió la deuda de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo que estaba garantizada mediante hipotecas. Pero el aislamiento provocó que las Asociaciones de Ahorro y Préstamo mantuvieran portafolios no diversificados vulnerables a un shock de la tasa de interés. En la década de los 80 un shock aniquiló el sector. La asignación inadecuada tuvo lugar debido a que el Congreso, en un intento por revocar el daño, permitió la diversificación a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, pero no modificó los términos de la garantía de la deuda. Esto colocó al gobierno en la insostenible posición de garantizar deuda respaldada por activos de información privada —bienes inmobiliarios comerciales y promoción de bienes inmobiliarios. Los recursos fueron asignados inadecuadamente y el sistema fracasó.

**REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS**

- Barth, James R. , 1991.** The Great Savings and Loan Debacle, The AEI Press, Washington, D.C.
- Carron, Andrew S and R Dan Brumbaugh, 1989.** The Future of Thrifts and the Mortgage Market, Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Craine, Roger, 1995.** Fairly Priced Deposit Insurance and Bank Charter Policy, Journal of Finance, 50, 1735-47.
- Database, various issues.** Secondary Mortgage Markets, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Washington, DC.
- Fabozzi, Frank J. ,editor,. 1985,** Handbook of Mortgage-Backed Securities, Probus Publishing, Chicago IL.
- 1987,** Mortgage-Backed Securites, Probus Publishing, Chicago IL.
- and Franco Modigliani, 1992.** Capital Markets, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Flow of Funds, 1992.** Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Goodman, John L and S Wayne Passmore, 1992.** Market Power and the Pricing of Mortgage Securitization, Finance and Economic Discussion Series No187, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Hendershott, Patric H. and James D Shilling, 1989.** The Impact of the Agencies on Conventional Fixed-Rate Mortgage Yields, Journal of Real Estate and Economics, 2: 101-115.
- Jaffee, Dwight M and Kenneth T Rosen, 1991.** Mortgage Securitization Trends, Journal of Housing Research, 1: 117-137.
- Lewis, Michael, 1989.** Liar's Poker, WW Norton and Co, New York.
- National Commisssion on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, 1993,** Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform A Report to the President and Congress of the United States, US Government Printing Office, Washington DC.

- Passmore, S Wayne, 1992.** The Influence of Risk-Adjusted Capital Regulations on Asset Allocation by Savings and Loans, Finance and Economic Discussion Series No213, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Pierce, James L, 1991.** The Future of Banking, Yale University Press, New Haven.
- Pizzo, Stephen, Mary Fricker and Paul Muolo, 1989.** Inside Job: The Looting of America's Savings and Loans, McGraw-Hill Publishing, San Francisco.
- Survey of Mortgage Lending Activity,** Department of Housing and Urban Development, Electronic Bulletin Board.
- Van Order, Robert, 1988-89.** Getting Closer: Have we succeeded in fully integrating the markets? Secondary Mortgage Markets, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Washington, DC.
- White, Lawrence J, 1991.** The S&L Debacle, Oxford University Press, New York.