

La quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac vista desde la experiencia latinoamericana.

The bankruptcy of Fannie Mae and Freddie Mac from the Latin American experience

Wesley C. Marshall*

Resumen

Conforme al deterioro de la posición financiera de los bancos semi públicos, Fannie Mae y Freddie Mac, durante los últimos meses, el debate sobre su viabilidad actual y su futuro en el sistema financiero estadounidense se ha intensificado. Si bien el debate ha abarcado diversas posiciones dentro de círculos financieros y académicos, en los Estados Unidos, no se han tomado en cuenta las experiencias históricas de la banca pública latinoamericana durante la crisis financiera, y que al parecer ambas comparten muchos elementos con la dinámica que está detrás del debate actual acerca de Fannie Mae y Freddie Mac. En América Latina, tales momentos han ofrecido la oportunidad para transferir activos financieros del sector privado de decreciente valor a la banca pública, y también para la reducción drástica de la actividad de la banca pública, permitiendo así la expansión de actores del sector privado a costa de la banca pública. Tales experiencias son de relevancia particular al futuro de Fannie Mae y Freddie Mac, dado que los mismos grupos que gestionaron estas crisis son los mismos que actualmente están administrando la crisis financiera de los Estados Unidos. Como se argumentará, las mismas estrategias usadas en América Latina para minimizar el papel del Estado en el sector financiero actualmente están siendo empleadas en los Estados Unidos..

Palabras Clave: Liberalización Financiera, Crisis Financiera, Intermediarios Financieros

Abstract

As the financial position of the semi-public banks Fannie Mae and Freddie Mac have continued to deteriorate over the last months, the debate over their current viability and their future role in the United States' financial system has intensified. While a wide range of positions have been expressed in both financial and academic circles, in the United States no attention has been given to the historical experiences of Latin American public banks during financial crises, which hold many similarities to the current dynamics behind the debate over Fannie Mae and Freddie Mac. In Latin America, such moments have provided the opportunity for the transfer of privately held financial assets of decreasing value to public banks, and also for the drastic reduction of public bank activity, thus allowing private sector actors to expand at the expense of state-owned banks. These experiences are of particular relevance to the future of Fannie Mae and Freddie Mac, as the same groups that oversaw these crises are currently managing the financial crisis in the United States. As will be argued, the same strategies used in Latin America to minimize the role of the state in the financial sector are currently being employed in the United States.

Palabras Clave: Current Account Adjustment, Financial Crisis, Public Economics

* Miembro de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México. Correo electrónico: wesleymarshall@gmail.com El autor agradece el apoyo generoso de la Dirección General de Apoyo al Personal Académico (DGAPA) de la UNAM.

Introducción

El desvanecimiento del sistema financiero de Estados Unidos (EU) y el sistema bancario paralelo y las finanzas estructuradas que lo definen¹, han provocado un vertiginoso ajuste de varios de los precios más relevantes a nivel mundial. En sus intentos de descongelar los mercados interbancarios, el banco central estadounidense, la Reserva Federal (Fed) ha inundado los mercados con liquidez, provocando un desplome del valor del dólar y un auge estrepitoso en los precios de las *commodities*, particularmente los energéticos y granos. Tales tendencias han condicionado el rumbo de la crisis financiera hasta el momento, y esta dinámica seguramente seguirá vigente en el corto plazo.

Sin embargo, el precio quizá más determinante para la crisis financiera estadounidense es el de los bienes raíces. Entre los serios y diversos riesgos que enfrenta el sistema financiero, una caída prolongada de los precios del mercado inmobiliario representa uno de los escenarios más problemático y probable. Desde mediados de 2006, los precios de bienes raíces a nivel nacional han seguido una clara trayectoria hacia la baja, un fenómeno que abrió las primeras grietas en el sumamente frágil sistema financiero a principios de 2007. A finales de mayo de 2008, esos precios han disminuido un 18% desde su apogeo, como se puede apreciar en la Gráfica 1. Según el economista Nouriel Roubini, una caída de otro 15% implicaría la pérdida de casi la totalidad del capital social de la banca estadounidense (Roubini, 2008).

En este contexto, y frente a ese escenario posible, sino probable, este artículo enfocará un elemento particular de sumo interés, el

¹ Véase Marshall (2008a).

papel de las entidades patrocinadas por el gobierno GSEs² por sus siglas en inglés), Fannie Mae y Freddie Mac³. A finales de 2007, estas empresas en su conjunto, y medidas por los activos en sus balances, constituyeron la segunda mayor empresa de EU, con casi \$1.7 billones de activos, frente a los casi \$1.9 billones de Citibank (OFHEO⁴, 2008a, The Banker, 2008). Además, las GSEs poseen alrededor de \$3.5 billones de títulos respaldados por hipotecas (OFHEO, 2008a). Debido al hecho de que son empresas que se dedican exclusivamente al financiamiento hipotecario, Fannie Mae y Freddie Mac son altamente vulnerables frente a la coyuntura actual. Pero además de su delicada situación económica, como empresas semi-públicas, el destino de las entidades también depende en gran parte del juego entre fuerzas políticas.

Durante los últimos lustros, tales presiones se han manifestado a través de varias iniciativas para minimizar la presencia de las GSEs en los mercados hipotecarios y abrir espacios para la ganancia de actores del sector privado. Mientras ni la privatización ni otras propuestas hacia tales fines se han concretado, y las estructuras de Fannie Mae y Freddie Mac siguen iguales, en medio de la creciente crisis financiera y hipotecaria de EU, otro esquema para reducir su presencia está surgiendo con fuerza: su quiebre intencional.

Como se detallará a continuación, durante los últimos meses, el gobierno de EU ha adoptado medidas que incrementan la exposición financiera de Fannie Mae y Freddie Mac de forma sustancial. Muchos políticos, comentaristas y académicos del país han reclamado la irresponsabilidad de tales decisiones, pero no han mencionado la posibilidad de que, en vez de políticas mal diseñadas que conllevarán consecuencias no deseadas para esas empresas, el gobierno está deliberadamente quebrando a Fannie

² Government Sponsored Enterprises agrupa a Fannie Mae, Freddie Mac y 12 Federal Home Loan Banks.

³ Esos nombres son los apodos utilizados para el Federal National Mortgage Association y Federal Home Loan Mortgage Corporation, respectivamente.

⁴ Office of Federal Housing Enterprise Oversight.

Mae y Freddie Mac para sacarlas del mercado definitivamente. Desde la experiencia estadounidense, tal afirmación resulta difícil de comprender para muchos.

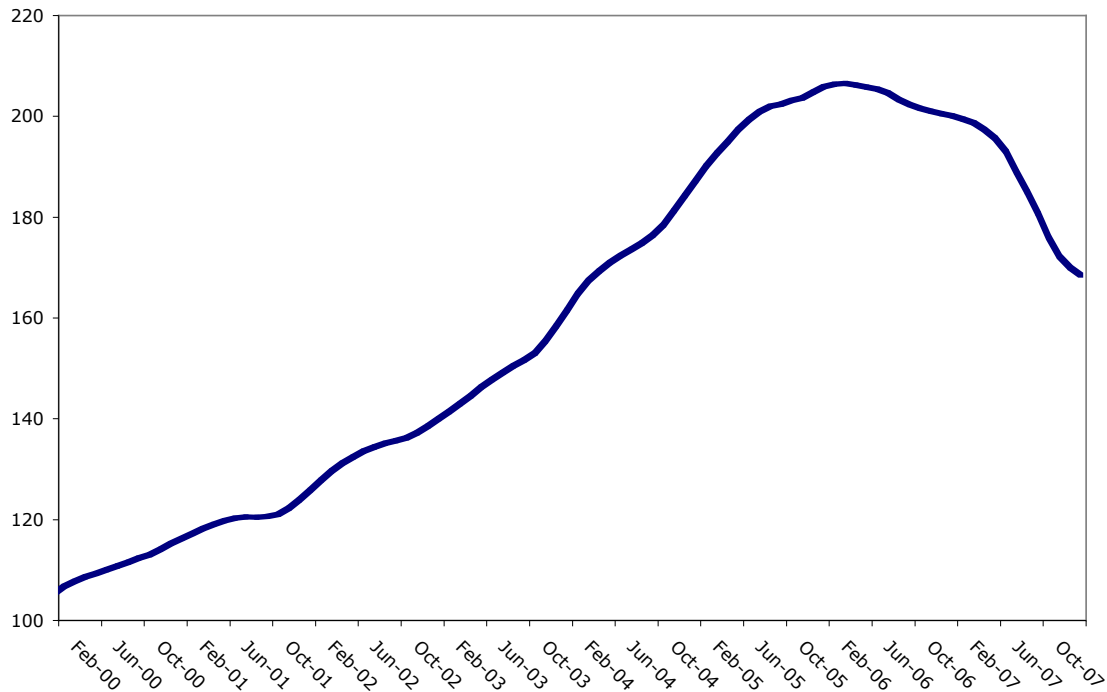
Sin embargo, desde América Latina, donde en las últimas décadas varias crisis financieras han sido gestionadas desde los mismos grupos de poder que están administrando la crisis actual en EU, los argumentos y las acciones emprendidas por las autoridades para hundir bancos públicos suenan muy familiares. Como se analizará, durante experiencias tan diversas como la crisis mexicana de 1994-1995 y la uruguaya de 2002, se han aplicado políticas con el doble fin de abatir a la banca pública y aliviar las presiones sobre la banca privada, así minimizando la competencia “desleal” del Estado en el sector financiero.

El argumento de que la misma dinámica está actualmente operando en EU, será desarrollado en varios pasos. Primero, se presentará los aspectos más relevantes de las GSEs, tanto históricos como operativos. Luego, se examinarán las principales críticas, y motivos de crítica, de estas entidades. Posteriormente, se analizarán elementos de la naturaleza institucional de las GSEs y cómo se han expresado durante la crisis actual.

Finalmente, se presentarán las similitudes entre el trato de la banca pública en momentos de crisis en América Latina durante los últimos lustros y la estrategia del gobierno de EU frente a Fannie Mae y Freddie Mac en medio de la crisis financiera actual.

Gráfica 1

Índice de Precios de Casas Standard & Poor's / Case-Shiller



Fuente: Standard and Poor's

Historia y Estructura de las GSEs

Como parte de los programas del New Deal del Presidente Roosevelt, se creó en 1934 la Administración Federal de Vivienda (FHA⁵, por sus siglas en inglés), encargada de asegurar hipotecas, y en 1938 Fannie Mae, cuyo responsabilidad era comprar, y luego vender o mantener las hipotecas que vendían los agentes privados. Por tratar con otras entidades financieras y no directamente con clientes, Fannie Mae siempre ha operado como una institución de segundo piso. Sin embargo, su estructura ha cambiado de forma dramática. En 1968, Fannie Mae dejó de ser una entidad enteramente pública dentro del Secretaría de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD⁶, por sus siglas en inglés), y fue convertida en una

⁵ Federal Housing Administration

⁶ U. S. Department of Housing and Urban Development.

empresa privada que se cotizaba en el mercado de acciones. Al mismo tiempo, el vacío que dejó Fannie Mae dentro del HUD fue ocupado por la creación de otra entidad, Ginnie Mae⁷. Desde la fecha, Ginnie Mae ha servido como empresa completamente pública dentro del HUD y compra las hipotecas otorgadas por los programas públicos de vivienda para veteranos, pobres e indígenas. Además, Ginnie Mae compra hipotecas aseguradas por la FHA. En 1971, se creó Freddie Mac. Durante las últimas décadas, las prácticas y estructuras de las dos entidades han sido casi idénticas. Incluyendo estas instituciones, existen 7 GSEs actualmente, todas dedicadas al financiamiento de la vivienda y de la agricultura. En 2004, otra GSE, Sallie Mae, fue privatizada por completo; su tarea, el financiamiento de estudios universitarios, será mencionada al final del texto.

Las GSEs fueron creadas para mejorar la eficiencia de los mercados de capitales, particularmente el financiamiento de deudas de segmentos tradicionalmente desatendidos por el libre mercado, tal como la agricultura y la vivienda (Kosar, 2007). Las GSEs son empresas híbridas, de propiedad privada, pero vinculadas al sector público. Estas empresas reciben ciertos beneficios del gobierno, pero a la vez están limitadas por el mismo. En diferente grado, el gobierno restringe las actividades de las GSE y mantiene una presencia en sus directorios. A cambio, las GSEs reciben beneficios financieros del Estado. En el caso de Fannie Mae y Freddie Mac⁸, los objetivos oficiales de promover la vivienda, particularmente a familias de menores recursos, limitan sus operaciones. Las GSEs solamente pueden comprar hipotecas que cumplan con varias condiciones. El valor de las hipotecas tiene un

⁷ Ginnie Mae también es apodo, derivado de Government National Mortgage Association. Sin embargo, Ginnie Mae no es una GSE.

⁸ Aunque técnicamente Fannie Mae y Freddie Mac son entidades distintas, en casi todos los sentidos se consideran como la misma empresa dividida en dos partes. Por lo tanto, de aquí en adelante, se hará referencia a las dos empresas en conjunto, y de forma exclusiva, como las GSEs. Cuando se hace referencia a otra GSE que no sea ni Fannie Mae ni Freddie Mac, se hará una distinción clara.

límite máximo, tiene que mantenerse arriba de cierta proporción entre el valor de la hipoteca y el valor del inmueble; y tienen que contar con cierta documentación sobre la confianza crediticia del prestatario. Las hipotecas que reúnen estos criterios, y por lo tanto son elegibles para la compra por las GSEs, se llaman hipotecas *conforming*, en inglés⁹. Las hipotecas que no son elegibles son *non-conforming*. Como se analizará posteriormente, la diferencia entre los dos tipos de hipotecas cobra una relevancia importante en el contexto del colapso del mercado *subprime* en EU.

Si bien la condición de ser GSEs limita algunas operaciones de Fannie Mae y Freddie Mac, aumenta otras. Una de las mayores diferencias entre las GSEs y la empresa privada es que la deuda de las GSEs está garantizada por el gobierno federal. A pesar de que esta garantía no es explícita, y de que las GSEs están obligadas a avisar a inversionistas que no existe ninguna garantía explícita de sus deudas, las características de la deuda de las GSE, enumeradas abajo, apuntan fuertemente a tal garantía. A saber:

- 1) La emisión de deuda de las GSEs está aprobada por el Secretario de la Tesorería, con la Reserva Federal sirviendo como agente fiscal; son elegibles para compras del mercado abierto de la Fed.
- 2) Los títulos de las GSEs son considerados títulos del gobierno bajo la legislación vigente.
- 3) Los requerimientos de capital para respaldar los títulos de las GSEs son menos de la mitad de los títulos de entidades privadas.
- 4) Cada GSEs dispone de líneas de crédito de la Tesorería de EU por \$2.5 mil millones¹⁰. (Congressional Budget Office, 1996).

⁹ Tales criterios son establecidos por el HUD, que también se encarga de la supervisión de las GSEs a través de la Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

¹⁰ Como se explicará al final, este último punto ha sido modificado.

Tal garantía convierte a las GSEs en vehículos para la transferencia de un subsidio público hacia los que pagan hipotecas. La cobertura financiera del gobierno permite que las GSEs gocen de una calificación crediticia súper AAA, una calificación mayor de la tradicional AAA otorgada a las empresas privadas, dado que las agencias calificadoras incluyen un pequeño riesgo de impago con todo deudor privado. Tal calificación significa que las GSEs se endeudan a precios más bajos, y por lo tanto, también pueden prestar a tasas más bajas. Este subsidio también representa una gran ventaja innegable en el ámbito financiero, y efectivamente, las GSEs mantienen una presencia única en el mercado secundario de hipotecas *conforming* y dominante en el mercado hipotecario secundario en general. Como se examinará a continuación, aunque este subsidio no representa ninguna transferencia directa de riqueza del Estado al prestatario o a las GSEs, y no perjudica a las ganancias financieras de actores privados, hay muchos intereses financieros que desean la desaparición de las GSEs.

Argumentos para la eliminación de las GSEs

El 19 de mayo de 2005, el entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, declaró que “la Reserva Federal no ha podido encontrar ninguna razón creíble para la existencia de los enormes balances creados por Fannie y Freddie más allá de la creación de ganancias mediante la dotación de un subsidio del mercado.” (CNN Money, 2005). El subsidio otorgado a las GSEs ha sido atacado desde varios ángulos por una amplia gama de prominentes actores de la esfera pública. Además de Greenspan, los *think tanks* American Enterprise Institute y el Heritage Foundation, ambos con fuertes nexos con el partido Republicano y la administración de Bush, particularmente en el primer caso, han diseminado varias publicaciones que reclaman la privatización

total de las GSEs. Tanto estos *think tanks*, como diversos autores y políticos, han planteado que el subsidio otorgado a las GSE: a) restringe la competencia; b) es ineficiente; c) representa un gasto fiscal innecesario; y d) aumenta la fragilidad financiera del sistema. Tales líneas de argumentación, analizadas por separado a continuación, sirven al doble fin de descalificar la contribución de las GSEs a la economía y justificar una mayor presencia de la empresa privada en el mercado secundario de hipotecas.

El argumento de la necesidad de aumentar la competencia entre empresas privadas descansa sobre las añejas ideas de la ineficiencia de empresas estatales, o semi-estatales en este caso, y de que una mayor competencia engendra múltiples beneficios económicos. Sin embargo, se destaca un documento del Instituto Cato por su clara afirmación de los intereses detrás de una eliminación de las GSEs. Según el autor McKinley, “grandes jugadores en los mercados *jumbos*¹¹ y *nonconforming* que incluyen subsidiarios de GE Capital, General Motors Corporation y el Norwest Corporation, representan nada más algunos ejemplos de competidores potenciales para Fannie Mae y Freddie Mac. Tal competencia sería la mejor de todo el mundo” (McKinley, 1997). Al planteamiento de que la mayor competencia financiera resulta benéfica a una economía se regresará posteriormente.

La ineficiencia del subsidio de las GSEs es un argumento igualmente difícil de sostener. Muchos estudios argumentan que la alta rentabilidad de las GSEs impide la realización de su objetivo social de promover la vivienda. Por un lado, destacan los hechos de que las GSE han mantenido elevadas ganancias sobre acciones (ROE, por sus siglas en inglés), y que los altos ejecutivos reciben compensaciones desmesuradas. El ROE promedio de Fannie Mae entre 1996 y 2006 fue el 25.5%. (OFHEO, 2008b) El Heritage Foundation estima que entre 2000 y 2005 los veinte puestos más

¹¹ Una hipoteca *jumbo* rebasa los precios límites de una hipoteca *conforming*.

altos de Fannie Mae recibieron bonificaciones de \$245 millones (Utt, 2005). Por otro lado, las GSEs financian menos hipotecas de hogares de bajos ingresos que sus pares del sector privado. Si bien se puede discutir las cifras, las tendencias en sí son innegables. Pero mientras tales afirmaciones golpearían fuertemente a una banca pública con la misión de servir a una sociedad, no representan críticas relevantes a las GSEs, de naturaleza híbrida. Debido a su propiedad privada, las ganancias de las GSE se canalizan por decreto a sus accionistas y no exclusivamente a la expansión de su objetivo de promover la vivienda. A la crítica de que las GSEs ganan demasiado y no sirven a la sociedad, la solución lógica es su estatización total, no su privatización total. Se profundizará más sobre estas críticas posteriormente.

Menos interesante que los argumentos de ineficiencia y competencia de mercados financieros es el planteamiento que las GSEs representan un gasto público no justificable. Este argumento descansa sobre la idea falsa de que al prestar su respaldo financiero a las GSEs, el gobierno federal incurre costos de oportunidad. Es decir, si una empresa privada pagara millones de dólares para obtener el seguro del gobierno federal, al no otorgarle este seguro, el gobierno pierde este ingreso posible. Sin embargo, el gobierno no vende su respaldo crediticio. Si las GSEs dejaran de existir, es poco probable que esta política cambiaría. El subsidio otorgado a las GSE no representa costo alguno para el gobierno. Sin embargo, una consideración mucho más relevante a la situación actual es el grado de respaldo que corresponde al gobierno en caso de que tales instituciones se encuentren en posiciones de iliquidez y/o insolvencia.

Esta posibilidad se relaciona directamente con la última crítica común a las GSEs que se analiza en este apartado: que aumentan el

riesgo de crisis en el sistema financiero. Como señala White, las GSEs están altamente apalancadas, sus carteras consisten casi exclusivamente de una sola clase de activos, y manejan cantidades enormes de activos y pasivos (White, 2004). Muchas críticas de la participación estatal en las GSEs plantean que el gobierno no debe asumir los riesgos de las entidades, y para deslindarse de cualquier rescate de las entidades, su privatización total es necesaria. Sin embargo, tales argumentos fueron planteados en momentos anteriores de la erupción de la crisis financiera de 2007. Como se expondrá a continuación, las condiciones y el manejo de la crisis actual han cambiado el paisaje financiero de forma dramática, volviendo irrelevante este argumento, y subrayando algunos elementos fundamentales de la banca pública en el proceso.

Virtudes y Vicios de la Banca Pública

Por ser una entidad fuertemente vinculada con el gobierno en turno, un banco público suele cumplir y desviar de sus objetivos explícitos de forma predecible. Operando bajo un gobierno corrupto, un banco público tiende a convertirse en un monedero del gobierno, y el banco se transforma desde un vehículo de distribución de un bien público (crédito productivo), a un vehículo para servir el bien privado (ganancias) de sus dueños, el gobierno. Sin embargo, un banco público dedicado a lograr el bien privado funciona de forma distinta que un banco privado que se dedica al mismo fin. Mientras el banco privado suele caer en excesos especulativos, el banco público nada más desvía sus fondos. Aunque ambos tipos de comportamiento debilitan el sistema financiero, las acciones de la banca privada crean mayores condiciones de fragilidad en el sistema, debido principalmente a la dispersión de riesgo financiero entre una gran cantidad de actores. Dada su estructura híbrida y el hecho de que solamente funcionan como banco de segundo piso, el comportamiento institucional de las GSEs es un poco distinto; sin embargo, la experiencia de estas

entidades en los años recientes sigue la tendencia descrita de forma clara dentro del contexto de la evolución del sistema financiero de EU en años recientes.

La inflación de la burbuja de bienes raíces fue una estrategia diseñada e instrumentada desde la Fed y la Secretaría de la Tesorería para posponer las secuelas del estallido de la burbuja del NASDAQ. Mientras las características de la arquitectura financiera internacional jugaron un papel importante en el ámbito doméstico, tal política fue transmitida principalmente a través de la legislación tributaria, los bancos de Wall Street, y los bancos hipotecarios. Durante los años de mayor inflación de la burbuja, la Fed mantenía tasas de interés reales negativas, y los bancos hipotecarios ofrecían hipotecas con enganches mínimos a clientes, que en muchos casos no tenían que presentar ninguna documentación de empleo, ingresos, activos o historia crediticia. Las hipotecas luego fueron agrupadas y divididas en títulos y vendidas a inversionistas como activos de calificación AAA. Cuando el valor de las casas empezó a caer y las hipotecas entraban en cese de pago, tanto los bancos hipotecarios que dieron origen a las hipotecas como los grandes bancos estadounidenses que dispersaban los títulos correspondientes por el mundo financiero, vieron su modelo de negocios entrar en crisis.

En los momentos en que el gobierno proveía más dólares a menor costo y el sistema financiero transitaba de una burbuja a otra, aumentando cada vez más la fragilidad del sistema, la banca privada exhibía su mayor falla – la manía especulativa. Al mismo tiempo, la banca pública también parece haber evidenciado su mayor falla, la desviación de fondos. A diferencia de los bancos públicos, que tienden a regalar préstamos “políticos” en tiempos de poca virtud, como bancos de segundo piso, Fannie Mae y Freddie Mac sencillamente no tenían estas capacidades. Sin embargo, las

GSE sí fueron involucradas en un escándalo importante en 2004. El entonces jefe de Fannie Mae, Franklin Raines, junto con otros ejecutivos de Fannie Mae y Freddie Mac, fueron acusados de manipular las ganancias de las empresas para aumentar sus bonificaciones. Aunque Fannie Mae posteriormente modificó sus estados contables entre 2001 y 2004, eliminando ganancias de \$6.3 mil millones, y los acusados pagaron indemnizaciones millonarias, Raines mantiene su inocencia (Associated Press, 2008a). El hecho de que Raines fue el director de presupuesto del Presidente Clinton enturbia la situación; las GSEs son consideradas por muchos como bastiones del partido Demócrata, y muchas de las críticas acerca de la aplicación ineficiente de sus subsidios destaca el dinero gastado en el cabildeo político relacionado con ese partido político¹².

Sin embargo, en medio de la euforia financiera, caracterizada como (casi) siempre por la manía especulativa, el apalancamiento de apuestas financieras y el fraude, Fannie Mae y Freddie Mac, también evidenciaron el carácter institucional anticíclico de la banca pública. Como entidades que reciben asistencia pública a cambio de la promoción de la vivienda, las GSEs están sometidas a normas explícitas en cuanto a la compra de hipotecas. Tales limitaciones no existían para los prestamistas del sector privado. De tal forma, se creó una bifurcación del mercado. Bancos como Countrywide, que operan en el primer y segundo piso del mercado hipotecario, expandían sus operaciones de forma importante en el mercado de hipotecas *non-conforming*, la porción del mercado más expansiva. Aunque Countrywide representaba el mayor banco hipotecario y llegó a financiar alrededor del 20% de las hipotecas de EU en los últimos años, los bancos HSBC y New Century otorgaban más hipotecas *subprime*, medidas en valor y también en proporción a sus negocios hipotecarios; las hipotecas *subprime* representaron el 100% y el 86% de la cartera de hipotecas

¹² Si se registra adecuadamente, el cabildeo político es una práctica legal en EU. Los bancos tienden a estar entre los mayores contribuyentes en este ámbito.

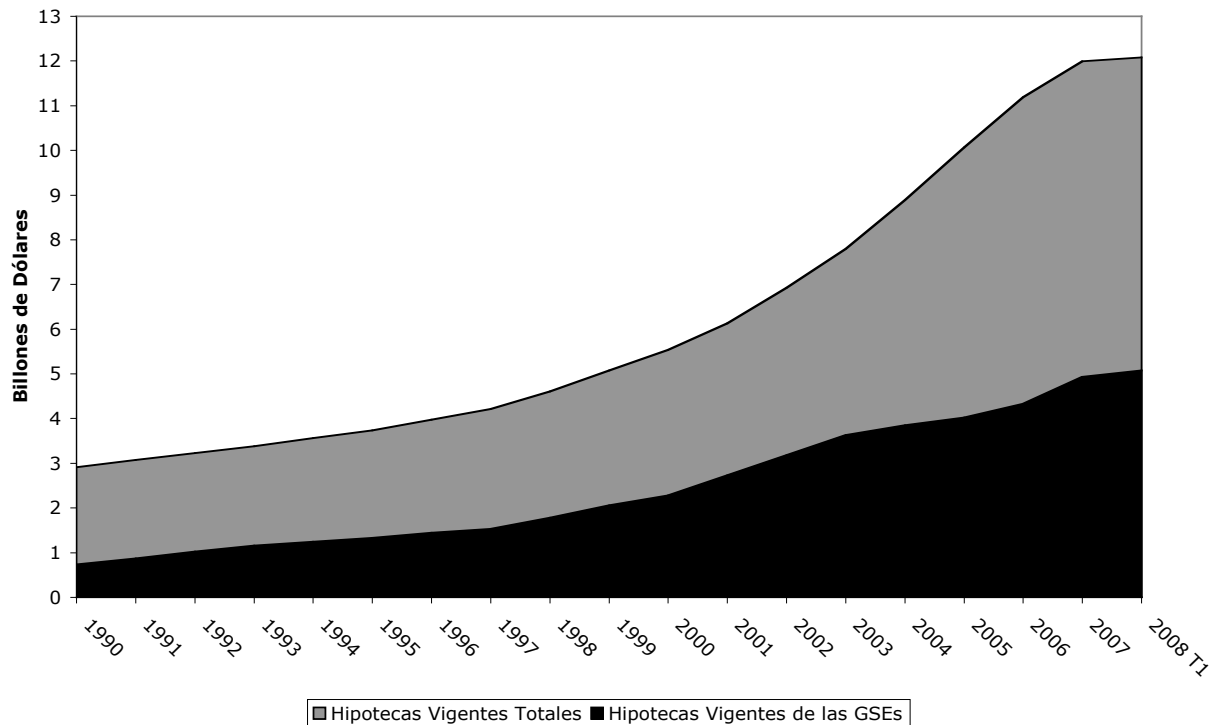
estadounidenses de HSBC y New Century, respectivamente (OCDE, 2007).

Así, los bancos hipotecarios privados ganaron una mayor posición en relación a las GSEs, que mantenían estrategias más cautelosas. Como evidencia la Gráfica 2, el financiamiento que provenía de las GSEs crecía con la expansión de la burbuja inmobiliaria, pero a un ritmo más lento. Entre 2002 y 2006, los años de mayor crecimiento hipotecario, la porción del mercado de las GSEs se redujo de 45.9% a 38.7% (OFHEO, 2008a). Además de las críticas hechas públicamente hace años acerca de la insostenibilidad de la práctica de otorgar hipotecas complejas y riesgosas de tasas flotantes a consumidores que no contaban con un conocimiento financiero correspondiente (Mudd, 2007), Fannie Mae y Freddie Mac se mantenían al margen de las hipotecas *subprime*.

A principios de 2007, cuando estas hipotecas se encontraban en su mayor volumen, Fannie Mae divulgó que solamente el 2% de sus activos podían considerarse como *subprime* (Fannie Mae, 2007), aunque otros analistas estiman una mayor representación de estas hipotecas en sus libros. Irónicamente, el hecho de que los actores privados expandían su financiamiento a familias de bajos ingresos y a minorías a ritmos más altos que las GSEs fue empleado como críticas a éstas, con el argumento de que ya no cumplían con los objetivos sociales declarados. Sin embargo, ya es indiscutible que existía una burbuja especulativa en el sector inmobiliario y que gran parte de las hipotecas *subprime* fueron otorgadas de forma engañosa y/o fraudulenta.

Gráfica 2

Estructura del Mercado Hipotecario Estadounidense



Fuente: OFHEO

Dentro del ambiente de euforia en el mercado inmobiliario, las GSE no solamente sirvieron como elementos de medida en cuanto a financiamiento, sino también en su forma de conducir los negocios. Como se mencionó, durante estos años las GSE empleaban prácticas cuestionables y hasta fraudulentas. Sin embargo, hasta el momento, no ha surgido evidencia de fraude a la escala de lo cometido por otros bancos, como Countrywide. El hecho de que las GSEs no otorgan préstamos directamente es importante en este aspecto. Por su parte, en años recientes Countrywide mantenía un programa de VIP para otorgar préstamos favorables a “amigos de Angelo”. Entre los “amigos” del entonces ejecutivo en jefe Angelo Mozilo se incluyen los ex-Secretarios Alphonso Jackson y Donna Shalala y el ex Embajador ante las Naciones Unidas Richard Holbrooke (Golden, 2008). Además de violar varias leyes y reglamentos del gobierno y de la misma empresa, tal programa también matiza las críticas sobre el cabildeo

de las GSEs, particularmente en relación al partido Demócrata. El caso del Senador Demócrata Christopher Dodd es particularmente notorio. Dodd admitió que sabía que estaba incluido en el programa VIP (Financial Times, 2008a), actualmente sirve como presidente de Comité Bancario del Senado. Además, fue uno de los promotores principales de una ley que fue promulgada por el Presidente el 30 de julio de 2008 que propone refinanciar unos \$300 mil millones de hipotecas a través de la FHA y crear un nuevo regulador para Fannie Mae y Freddie Mac. Otro presunto “amigo de Angelo” es el Senador Demócrata Kent Conrad, Presidente del Comité de Presupuesto del Senado.

Sin embargo, Countrywide también está bajo investigación del Buró Federal de Investigaciones por otras indiscreciones relacionadas al otorgamiento fraudulento de hipotecas. La empresa enfrenta numerosas acciones legales, incluyendo demandas de sus accionistas y empleados y también de los fiscales generales de varios estados, incluyendo Washington, California, Illinois y Florida, por prácticas predatorias. Además, Angelo Mozilo está bajo investigación no formal por la Comisión de Títulos y Intercambio (SEC¹³, por sus siglas en inglés) por la venta de sus opciones de acciones, cuyo cantidad sumó \$474 millones de dólares entre 2004 y 2007 (New York Times, 2008a).

Durante la inflación de la burbuja de bienes raíces, cuando la casi totalidad del sistema financiero estadounidense se vició de forma importante, las GSEs probaron ser no solamente agentes anticíclicos, sino que también empresas semi-públicas que cometieron abusos de mucho menor escala que muchos de sus pares privados. Además, una vez estallada la burbuja, las GSEs han mantenido su papel anticíclico. Otra comparación con Countrywide resulta esclarecedora. Como uno de los actores más

¹³ Securities and Exchange Commission.

agresivos en los momentos de expansión del mercado inmobiliario, Countrywide también fue uno de los primeros en caer. Desde los primeros meses de 2007, cuando los títulos respaldados por hipotecas empezaron a perder su valor, las acciones de Countrywide se desplomaron. Sin embargo, fue solamente cuando el mercado secundario de préstamos *non-conforming* se congeló en agosto de ese año, cuando la nula viabilidad del modelo de negocios de Countrywide entraba en plena duda. Las acciones siguieron cayendo y el banco tuvo que recurrir a Bank of America para un préstamo de dos mil millones de dólares a finales del mes. Semanas después, se reveló que Countrywide había pedido prestado unos 51 mil millones de dólares del Federal Home Loan Bank de Atlanta¹⁴, el cual por cierto es uno de las otras GSEs existentes. De tal forma, Countrywide recibió cierto tipo de rescate público en tres ocasiones. Primero, Bank of America tuvo que pedir a la Fed una excepción a los topes establecidos para préstamos entre bancos federalmente asegurados y sus bancos de inversión afiliados (Evans, 2007) para que su correduría pudiera comprar los dos millones en acciones. Segundo, fue una GSE que hizo préstamos a Countrywide. Y tercero, cuando Bank of America completó la adquisición de Countrywide el 1° de julio de 2008, el primer banco ya había recibido apoyo estatal mediante las varias y nuevas facilidades creadas por la Fed para atender la crisis. Aun así, debido a las enormes pérdidas que enfrenta Countrywide, muchos analistas dudan que el banco sobreviva bajo la gerencia de Bank of America.

La trayectoria de Countrywide no fue única. Los bancos New Century e Indymac también expandieron fuertemente sus

¹⁴ El sistema de Federal Home Loan Banks fue creado por la administración de Herbert Hoover en 1932. El sistema esta constituido por 12 bancos regionales y funciona como banco cooperativo. Más de ocho mil bancos estadounidenses, alrededor del 80% de los bancos del país, de todo tamaño y tipo, participan como accionistas de los FHLBs. Los bancos miembros reciben dividendos y fondeo de bajo precio. En la actualidad, Citibank, Washington Mutual, y Countrywide son los mayores prestatarios de los FHLB. Las acciones de los FHLB no son públicamente intercambiables. Los FHLBs gozan de los beneficios de su condición de GSE, como se ha descrito al principio del texto.

operaciones durante los momentos de auge y colapsaron después de que las condiciones del mercado cambiaron. La quiebra de Indymac es la segunda mayor de la historia de EU. A cambio, las GSEs se mantenían al margen de las actividades más riesgosas durante la fase expansiva de la burbuja, y una vez estallada, seguían ofreciendo sus servicios financieros. Según Standard y Poor's, Fannie Mae y Freddie Mac apoyaban alrededor del 80% de las hipotecas en el primer trimestre de 2008, a cambio de un 46% en el segundo trimestre de 2007 (Associated Press, 2008b). Como señala la entidad reguladora de las GSEs, a principios del 2008, el conjunto de Fannie Mae, Freddie Mac, y los FHLBs¹⁵ apoyan más del 90% del mercado hipotecario (Financial Times, 2008b). A su vez, las hipotecas aseguradas por la FHA también se han disparado, con la tenencia de hipotecas que corresponden a Ginnie Mae aumentando el 114% durante el último año (Forbes, 2008). La función anticíclica de estas empresas tampoco es novedad. Aparte de las época de la Gran Depresión, durante el desplome del mercado hipotecario en Texas hace décadas, las GSEs también mantenían su financiamiento en la ausencia de fuentes de financiamiento privado (Congressional Budget Office, 1996).

Sin embargo, la crisis actual promete ser más fuerte. Mientras las GSEs sí jugaron un papel anticíclico importante al no entrar en el mercado *subprime*, la crisis hipotecaria ya muestra fuertes señales de desbordarse hacia otros segmentos del mercado. Sectores del mercado mucho más adinerados y financiados bajo esquemas más estrictos también serán fuertemente golpeados. La burbuja de bienes raíces tampoco representa una burbuja especulativa aislada, sino la culminación de la racha especulativa más larga de la historia. Si bien la deflación de décadas de especulación financiera afectará, y está afectando a diversos sectores de la economía, los desequilibrios y fragilidades financieras cultivados durante los

¹⁵ Federal Home Loan Bank System.

últimos veinte años amenazan con desbocarse sobre el sector inmobiliario, donde se ha producido una inflación de precios sin precedente, con fuerza particular.

Una de las críticas explícitas a la participación estatal en las GSEs fue la protección implícita de Fannie Mae y Freddie Mac en momentos de crisis. Sin embargo, los hechos recientes han vuelto este punto irrelevante. Mediante sus declaraciones, la Fed ha asegurado que no abandonará las entidades financieras más importantes del mercado, privadas o públicas. A través de acciones concretas, como el rescate público del banco de inversión Bear Stearns en marzo de 2008 y las varias modificaciones a la normatividad vigente de la Fed que ha otorgado acceso a fondos públicos bajo términos impensables hace meses, el gobierno de EU ha verificado esta posición. Entonces, la cuestión esencial acerca del destino de las GSEs ha cambiado durante los últimos meses. Si antes se preocupaba por la posibilidad del rescate estatal de tales instituciones, ahora el enfoque tiene que caer sobre la forma en que se rescatarán a Fannie Mae y Freddie Mac.

La experiencia latinoamericana

Como se planteó en la introducción, una posibilidad vislumbrada desde hace años es el cierre permanente de las GSEs. Por una parte, varios diseñadores de la estrategia gubernamental ya han declarado de forma explícita la necesidad de reducir la presencia de estas entidades. Por la otra parte, y como se analizará a continuación, durante los últimos meses se han aplicado medidas que debilitan la posición financiera de las GSEs de forma sustancial. Pero mientras esas medidas han levantado algo de polémica en EU, un elemento ausente del debate en ese país es la experiencia latinoamericana. Como laboratorio tradicional para la aplicación de políticas dentro de EU y en otros territorios donde este país tiene amplia influencia, las resoluciones de varias crisis

financieras latinoamericanas, llevadas a cabo en gran medida por los mismos grupos que están administrando la crisis actual en EU, son de gran relevancia.

De interés particular son los ejemplos del banco Nacional Financiera (Nafin) de México, del Banco de la Nación de Argentina (BN), y del Banco Hipotecario del Uruguay (BHU). Al igual que las GSEs, estas instituciones, en momentos y lugares distintos, fueron fuertemente criticadas por impedir la libre competencia del mercado, por la mala distribución de un subsidio público, por sus costos al erario público, y por contribuir a la inestabilidad financiera. Al igual que las GSEs, esos bancos latinoamericanos también seguían las tendencias de los sistemas financieros nacionales y tuvieron momentos de poca virtud. Sin embargo, nunca provocaron daños a la economía nacional al grado de sus pares privados en esos periodos, y durante sus épocas de mayor obediencia a su misión pública, dieron un aporte fundamental al desarrollo de sus naciones. Pero también al igual que las GSEs, Nafin, BN y BHU dominaban mercados codiciados por los intereses financieros privados.

Durante las crisis financieras de Uruguay en 2002 y de México de 1994-1995, los gobiernos nacionales, en estricta colaboración con las instituciones financieras de Washington, emplearon estrategias para hundir BHU y Nafin. En el caso de Nafin, se evidenció un traslado de activos de bajo y decreciente valor desde la banca privada a la banca pública. Esta forma de resolución de la crisis traía un beneficio dual a los intereses financieros locales y extranjeros. Por un lado, al deshacerse de sus activos chatarras, los balances de la banca privada se aliviaron, mientras tanto, el banco público fue debilitado por el nuevo cargo de deuda. En el caso de BHU, no se evidenció una transferencia de activos como ocurrió en México, pero el banco fue relevado de una gran parte de sus

funciones durante la resolución de la crisis y actualmente no existe como banco. Igualmente, las instituciones financieras de Washington también promovían el cierre del BN durante la crisis de Argentina de 2001-2002. Sin embargo, por no seguir las recomendaciones de Washington, el BN seguía en operación, y servía como agente principal de resolución de la crisis bancaria y de la reactivación de la economía argentina (Marshall, 2008b). Todo indica que la administración de Bush está aplicando la misma estrategia de debilitar la banca pública y aliviar los balances de la banca privada en EU.

La doble estrategia: transferencia de activos y la caída de las GSEs.

A pesar de que las GSEs han sufrido menores pérdidas que los bancos que empleaban estrategias más riesgosas durante los últimos años, también están registrando pérdidas significativas. Al finalizar el primer trimestre de 2008, Fannie Mae registró pérdidas de \$2.2 mil millones, elevó sus provisiones de pérdidas crediticias a \$3.1 mil millones, y anunció que tendría que juntar unos \$6 mil millones de nuevo capital (Financial Times, 2008c). A su vez, los balances de las GSEs se deterioraban y sus costos de emitir deuda seguían una tendencia alcista. El panorama hacia mediados de 2008 se definía por un mercado inmobiliario que se encontraba en caída libre, como se puede apreciar en la Gráfica 1, amenazando toda clase de hipotecas, no solamente los *subprime*.

Frente a esta situación, durante la primera mitad del 2008, el gobierno aprobó varias modificaciones en las operaciones de Fannie Mae y Freddie Mac. El límite máximo para las hipotecas *conforming* de las GSEs, que se basa en los precios promedios de los bienes inmuebles, fue aumentado desde \$417,000 a \$729,500, a pesar del hecho de que los precios se bajaban y de que el límite anterior de \$417,000 estaba fijo desde 2006. Se bajaron los

requerimientos de capital excedente de las GSEs desde el 30% al 20%, con una reducción adicional de 5% planificado (New York Times, 2008b). Además, una modificación de la normatividad de las GSEs para requerir un enganche adicional de 5% en áreas que experimenta caídas fuertes en los precios de bienes raíces fue revocada poco después de su introducción.

A la posición debilitada de las GSEs, el negro futuro del mercado de bienes raíces y la reciente aplicación de varias medidas que debilitan la posición financiera de Fannie Mae y Freddie Mac, se agregaba otro factor: la manipulación contable. Como han señalado numerosos analistas, en este momento de la crisis financiera, los mayores actores financieros están ocultando enormes pérdidas financieras, muchas veces a través de los vehículos fuera del balance, igual a los utilizados por Enron hace años¹⁶. Pero también hay una gran discrecionalidad en la forma de contabilizar activos en el balance. Por ejemplo, al reportar sus ingresos el pasado 14 de Mayo, Freddie Mac empleó nuevas reglas contables no solamente para transformar una pérdida de \$1.7 mil millones a una de \$151 millones, sino también para incrementar sus activos de nivel tres¹⁷ desde \$31.9 mil millones en diciembre 2007 a \$156.7 mil millones en Mayo 2008 (Bloomberg, 2008). En esencia, tal traslado contable permitió que Freddie Mac no declarara las pérdidas incurridas en sus activos. Si bien estrategias de este tipo son práctica común en la banca privada, la reducción de la transparencia de Freddie Mac en este momento puede ser vista como una manifestación de una dinámica distinta.

¹⁶ Actualmente, se estima el valor agregado de estos vehículos en más de 5 billones de dólares.

¹⁷ Según cambios recientes en la normatividad contable, los precios de activos financieros son calculados en tres niveles. Los precios de activos de nivel 1 se basan en los valores de intercambio del mercado. Los activos de nivel 2 tienen sus precios asignados según criterios observables en los mercados. Los precios de activos de nivel 3 también son estimaciones, pero basadas en criterios no observables en los mercados. Así, la asignación de precios de activos de nivel 3 es mucho más discrecional que los de nivel 1.

La consecución de una estrategia de quebrar un banco público en momentos de crisis financiera, como se llevó a cabo en América Latina, requiere de varios elementos. Lo más obvio es la quiebra del banco. Debido a la envergadura de la crisis financiera e hipotecaria en EU, la eventual insolvencia de las GSEs fue probablemente aún antes de la aplicación de las mencionadas medidas recientemente adoptadas. La otra parte de la estrategia, el traslado de las pérdidas financieras del sector privado al Estado (suponiendo que éste absorberá las pérdidas de las GSEs), requiere de un manejo oscuro de balances de las GSEs para mostrar que ellas están en condiciones de aumentar sus actividades. La elevación del tope máximo de las hipotecas *conforming* ha permitido que las GSEs incorporen hipotecas *jumbos* del sector privado a sus balances, mientras los menores requerimientos de capital de las GSEs han librado el capital necesario para realizar tal traslado. De hecho, una condición explícita de la reducción las reservas de capital fue que las GSEs tenían que proveer unos \$200 mil millones de nuevo financiamiento al mercado (Associated Press, 2008b). Es decir, tienen que trasladar esa cantidad de dinero desde el sector privado al sector público. A mediados de mayo, Fannie Mae anunció su compromiso de comprar unos \$15 mil millones de hipotecas *jumbos* de los bancos Wells Fargo, JP Morgan Chase y Citibank (Realty Times, 2008). Mientras tales transferencias son significativas en sí, la opacidad creciente de las GSEs puede estar ocultando mayores transferencias de activos chatarra a las GSEs fuera de todo escrutinio público.

Aparte de establecer los mecanismos para el quiebre de las GSEs y el rescate parcial de la banca privada, también es necesario allanar el camino para tal eventualidad. El 15 de junio de 2008, el Washington Post anunció en primera plana “Como el HUD alimentó la crisis: hipotecas *subprime* denominados asequibles”, una narrativa que asigna gran parte de la responsabilidad por la burbuja y subsecuente crisis hipotecaria a las GSEs. Además de

establecer la culpabilidad de estas empresas, también busca anunciar su muerte. El 10 de junio, el presidente de la FHA declaró que “si tomamos medidas para atenuar tales pérdidas, la FHA pronto tendrá que cerrar sus puertas o depender del gasto público para operar” (HousingWire, 2008). Ningún funcionario de las GSEs ha hecho declaraciones parecidas, debido a una dinámica que se analizará a continuación.

Acontecimientos recientes

A diferencia de muchas experiencias latinoamericanas, en la crisis financiera estadounidense el gobierno de ese país tiene que matizar su deseo de eliminar a la banca pública (o híbrida) y abrir espacios de rentabilidad para ciertas empresas privadas, con la necesidad política de minimizar la crisis financiera. Como demuestra la evidencia presentada: voceros de la administración actual han buscado reducir el papel de las GSEs, y el gobierno ha tomado acciones que debilitan tales instituciones bajo una dinámica ya aplicada en América Latina. Sin embargo, debido a las capacidades anticíclicas que están demostrando las GSEs, su quiebra se vuelve contradictoria con el otro objetivo: de minimizar a la crisis. Si bien la administración de Bush buscaba cierto equilibrio que permitía lograr ambos objetivos mediante cambios paulatinos y relativamente menores en el funcionamiento de las GSEs, los acontecimientos de julio provocaron medidas más contundentes por parte del gobierno.

El 7 de julio, el banco de inversión Lehman Brothers estimó que al aprobarse ciertos cambios en las normas contables, las GSEs tendrían que juntar alrededor de \$75 mil millones de nuevo capital. Días después, William Poole, ex presidente de la Fed de St. Louis, declaró que las GSEs fueron insolventes y que ya era probable un rescate por parte del gobierno. Tales declaraciones provocaron

dudas sobre la viabilidad de las GSEs, y sus acciones perdieron gran parte de su valor durante la semana. El domingo 13, la tesorería respondió con un plan de rescate para Fannie Mae y Freddie Mac en tres partes, posteriormente aprobado por el Congreso y el Presidente. Primero, la tesorería podría comprar acciones de ambas empresas a su discreción. Segundo, la tesorería podrá ampliar, también a su discreción, sus líneas de crédito a las GSEs, antes fijadas en \$2.5 mil millones. Tercero, las GSEs podrán acceder a la ventana de descuentos de la Fed. En adición, dos días más tarde, la SEC anunció la prohibición parcial de la práctica de *naked short selling*, en el cual inversionistas apuestan a la caída de una acción, sobre las acciones de 19 bancos, incluyendo a las GSEs.

Esas medidas efectivamente frenaron el colapso de los precios de las acciones de las GSEs. Sin embargo, abren otro conjunto de problemas. Al establecer un rescate sin límites, y al hacer más explícita la garantía estatal sobre las GSEs, el gobierno fortalece el precedente establecido con el rescate Bear Stearns de que los inversionistas no cargarían las pérdidas correspondientes a los riesgos (y ganancias) tomadas en momentos previos a la crisis, y que éstas serían trasladadas al Estado. Sin una distribución adecuada de las pérdidas de las GSEs, se garantiza un rescate bancario costoso e ineficaz. Con solo garantizar oficialmente toda la deuda de las GSEs, la deuda pública de EU de casi diez billones de dólares aumentaría por otros cinco billones.

Aunque las consecuencias de estas medidas son de suma importancia, rebasan este artículo y serán retomadas en otro. Más relevante a la hipótesis de este artículo es que William Poole, actualmente funcionario del Instituto Cato, y después de que sus comentarios contribuyeron al desplome de las acciones de las GSEs y apresuraron el rescate del equipo de Bush, el mismo Poole argumentó en el New York Times a favor de la clausura definitiva

de ambas instituciones (New York Times, 2008c). Siguiendo la narrativa de que las GSEs figuraban entre los principales causantes de la crisis, otros analistas influyentes también han hecho declaraciones parecidas.

Conclusión

Las acciones de la administración actual apuntan a una estrategia de atender a las muchas fisuras que se están abriendo en el sistema financiero de forma puntual, sin reconocer (públicamente) la naturaleza sistémica de la crisis y sin aplicar medidas sistémicas más allá de la provisión de liquidez. De tal forma, es probable que la administración de Bush logrará dejar la sumamente complicada tarea de resolver la crisis en las manos de la próxima administración. Si ésta decide cerrar las GSEs, el futuro del mercado hipotecario se vuelve predecible. Como enseña la experiencia latinoamericana, una vez eliminada la banca pública, los actores del sector privado suelen desatender los mismos sectores anteriormente en disputa. Los sectores del mercado que cubrían NAFIN¹⁸ y BHU¹⁹ han sido atendidos de manera notablemente menor por la banca privada en México y Uruguay. Igualmente, hay una experiencia similar en mismo EU. El sector de financiamiento para los préstamos estudiantiles, anteriormente encargado a la GSE Sallie Mae, se ha desplomado durante la crisis actual. Sallie Mae, completamente privatizada desde 2004, junto con sus pares del sector privado, actualmente están restringiendo sus créditos a alumnos de las universidades de menor prestigio, dejando así desatendido un gran y creciente sector del mercado por el financiamiento privado (New York Times, 2008d). A cambio, y como ya se ha mencionado, Fannie Mae y Freddie Mac actualmente son casi los únicos soportes financieros a la vivienda

¹⁸ Nacional Financiera en México.

¹⁹ Banco Hipotecario del Uruguay.

en EU, un sector que hace poco más de un año servía como el motor principal de la economía estadounidense.

El cambio dramático del panorama económico de EU evidencia claramente lo falso y erróneo de los argumentos en contra de las GSEs. Para los que no entendían que las presiones expansivas entre actores financieros en competencia aumentan la fragilidad del sistema financiero durante momentos de expansión económica, el quiebre reciente de los actores más agresivos debe dejar evidente el punto de que la competencia financiera no siempre es benéfica para el sistema. Lo que se criticaba de ineficiencia de las GSEs ya se puede entender como cautela institucional. Los riesgos de que el Estado tuviera que rescatar a las GSEs en caso de una crisis financiera es un argumento ya anacrónico. La administración de Bush, después de su rescate del banco de inversión Bear Stearns por alrededor de \$30 mil millones en Marzo de 2008, ha señalado su compromiso con mantener a flote el sector financiero (por lo menos privado) a toda costa. En momentos de grandes y crecientes ganancias financieras, la banca pública (o híbrida) suele ser la tortuga ante la liebre de la banca privada. En momentos de la socialización de las pérdidas financieras, la banca pública suele ser la única que queda caminando. Su existencia puede determinar si una economía sale o no de su contracción económica.

Bibliografía

Associated Press. 2008a. "Former Fannie Mae chief Franklin Raines and two other top executives are paying \$31.4M in settlement over 2004 accounting scandal." 18 de abril.

Associated Press. 2008b. "Mortgage-finance giants could threaten US credit rating: Report". 14 de abril.

Bloomberg. 2008. “Freddie Mac accounting cuts losses by \$2.6 billion”. 14 de mayo. Nueva York.

CNN Money. 2005. “Greenspan steps up criticism of Fannie”. Mayo 19. Atlanta.

Golden, Daniel. 2008. “Countrywide’s many friends” *Condé Nast Portfolio*. 12 de junio.

Congressional Budget Office. 1996. *Assesing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac*. Mayo. Washington, DC.

Fannie Mae. 2007. “Discussion of Credit Book of Business.” 16 de Agosto.

Evans, Peter. 2008. “Fed bends rules to help two big banks”. *Fortune*. 27 de agosto.

Financial Times. 2008a. “Dodd admits to VIP club”. June 17. Londres.

Financial Times. 2008b. “Fannie and Freddie drive home loans.” 2 de abril. Londres.

Financial Times. 2008c. “Regulatory Boost for Fannie Mae.” 7 de mayo. Londres.

Forbes. 2008. “FHAs Risky Business”. 17 de abril. Nueva York.

HousingWire. 2008. “FHA Chief: Hits from down-payment assistance threaten agency’s future.” 9 de junio.

Kosar, Kevin R. 2007. Congressional Research Service Report for Congress. Government Sponsored Entities (GSEs): An Institutional Overview. Abril. Washington, DC.

Marshall, Wesley. 2008a. “La crisis financiera en Estados Unidos: Historia y perspectivas.” *Memoria*. Marzo 2008. Número 228. México.

Marshall, Wesley. 2008b. “Foreign Banks and political sovereignty: the case of Argentina.” *Review of Political Economy*. Julio 2008. Volumen 20. Número 3. Nueva York.

Mckinley, Vern. 1997. Cato Institute. Policy Analysis. “The mounting case for privatizing Fannie Mae and Freddie Mac.” 29 de diciembre. Washington, DC.

Mudd, Daniel H. 1997. Testimonio del presidente y ejecutivo en jefe de Fannie Mae, Daniel H. Mudd, ante el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes. 17 de abril de 2007. Washington, DC.

New York Times. 2008a. “Judge says Countrywide Officers Must Face Suit by Shareholders.” 15 de mayo. Nueva York.

New York Times. 2008b. “New price drop could imperil mortgage agencies.” 6 de mayo. Nueva York.

New York Times. 2008c. “Too big to fail, or to survive” 27 de julio. Nueva York.

New York Times. 2008d. “Student loans start to bypass 2-year colleges.” 2 de junio. Nueva York.

OCDE. 2007. Financial Market Trends No 92. Mayo. Paris.

OFHEO. 2008a. Información en línea.

OFHEO. 2008b. Office of Federal Housing Enterprise Oversight Report to Congress. Washington, DC.

Realty Times. 2008. “Washington report: Are jumbo loans overpriced?” 12 de mayo. Dallas.

Roubini, Nouriel. 2008. RGE Monitor. “Event on the US Economy, the Risks of a Systemic Banking Crisis and the Outlook for Financial Intermediaries.” 28 de mayo. Nueva York.

The Banker. 2008. Información en línea.

Utt, Ronald. 2005. The Heritage Foundation. “Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac”. 20 de junio. Washington, DC.

Wallison, Peter J., Thomas H Stanton y Bert Ely. 2002. “Privatizing Fannie, Freddy Mac and the Federal Home Loan Banks, Why and How”. American Enterprise Institute. 18 de marzo. Washington, DC.

Washington Post. 2008. “How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis: Subprime Loans Labeled Affordable”. 10 de junio. Washington, DC.

White, Lawrence J. 2004. “Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance: Why True Privatization is Good Public Policy”. Stern School of Business. New York.

Fecha de recibido: mayo 2008

Fecha de aprobación: julio 2008