



Observatorio Bancario

29 de abril 2010

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

El futuro de la titulización: nacida libre, pero vive con más supervisión adulta

- La emisión de bonos y las hipotecas residenciales liderarán este proceso, en tanto que los valores comerciales y de bienes raíces comerciales los contrarrestarán
- El resultado de la reforma regulatoria financiera será duro, pero justo
- De cara al futuro, el acortamiento de las cadenas de intermediación será la norma

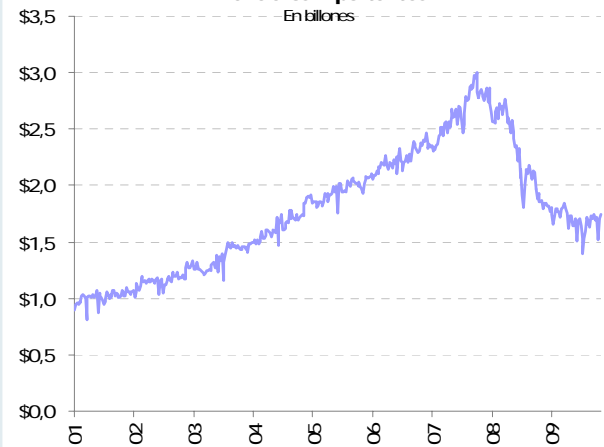
Vuelven los evasivos jumbo, pero la incertidumbre permanece

El 21 de abril de 2010, Redwood Trust presentó ante la Securities and Exchange Commission (SEC, el organismo regulador del mercado de valores estadounidense) la primera emisión privada de títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS, por sus siglas en inglés) con información insuficiente sobre su solvencia (*non conformance*). El Sequoia Mortgage Trust 2010-H1 consta de RMBS jumbo de alta calidad crediticia con una relación media entre principal del préstamo y el valor del activo (LTV, por sus siglas en inglés) del 56,6%, considerablemente menor que los LTV en los años del *boom*. Se trata de la primera emisión hipotecaria no cubierta por el abrazo protector de las agencias de vivienda del gobierno federal. El mercado de recompra, en los que los prestamistas de fondos reciben avales como garantía para créditos a corto plazo, se mantiene por debajo de sus máximos de principios de 2008. Las direcciones opuestas de los mercados de titulización dejan en muchos observadores una sensación de considerable incertidumbre de cara al futuro. No obstante, en este resumen pretendemos despejar estas incertidumbres y explicar en detalle los fundamentos de la oferta y la demanda de la titulización. Aunque la titulización no volverá con el mismo ímpetu que en la primera década de este siglo, conseguirá superar los obstáculos de la crisis y de la regulación. En el futuro, la titulización supondrá cadenas de intermediación más cortas, instrumentos más diversificados y más requisitos regulatorios. No obstante, volverá a ser una fuerza motriz de las finanzas estadounidenses.

Una guía de la titulización

El mundo de la titulización se caracteriza por una jerga cerrada, por lo que en esta sección pretendemos presentar un rápido resumen de los fundamentos. Una definición general de la titulización es: el proceso mediante el cual las empresas realizan operaciones fuera de balance para traspasar los riesgos financieros de los instrumentos no líquidos que en ese momento tienen en sus balances. Normalmente, esto se efectúa creando un vehículo legal

Contratos de recompra de intermediarios financieros importantes



Fuente: Banco de la Reserva Federal de Nueva York

Estructura de sociedad instrumental

Assets	Liabilities
Pool of illiquid financial claims	A-class notes
	B-class notes
	C-class notes
	First-loss notes ("equity")
	Equity

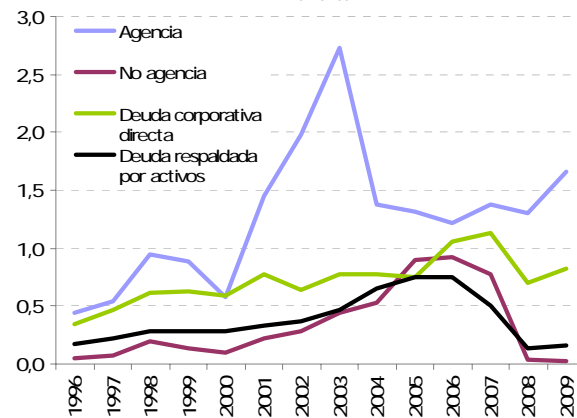
denominado “sociedad instrumental” (SI). Una firma financiera genera un crédito y lo transfiere a la SI, donde un inversor toma una participación en los títulos emitidos por la SI. La SI está diseñada de tal modo que el originador está legalmente desvinculado de la SI, lo que evita la posibilidad de que el inversor se vea involucrado en los procesos de quiebra del originador. Durante la crisis, algunas firmas se sintieron obligadas a rescatar a las SI que patrocinaban para proteger su reputación o por motivos morales. Además, la SI puede ser financieramente dependiente del originador, por ejemplo, si se ha especificado que él será quien se encargue del servicio de los créditos transferidos a la SI.

Esa es la idea esencial: un crédito de consumo para la compra de un vehículo es transferido desde el banco a una estructura fuera del balance que crea títulos a partir de lotes de préstamos homogéneos. Así, los inversores se benefician de las economías de escala, y las empresas de la transferencia del riesgo fuera del balance. Los títulos respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) son por lo general lotes de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y de préstamos para vehículos, en tanto que los títulos respaldados por hipotecas (MBS) son lotes de créditos hipotecarios.

Ahora, las cosas se han complicado un poco más. Como ya hemos mencionado antes, las diferentes SI están vinculadas a modalidades específicas de activos. Algunas pueden estar dedicadas a créditos al consumo, en tanto que otras pueden estarlo a préstamos hipotecarios. Las características específicas de estos créditos, así como las necesidades de quienes invertir en ellos, pueden ser diferentes. En consecuencia, suele suceder que los administradores de las SI gestionen el capital y los intereses de los créditos subyacentes para adaptarlos a la demanda de los inversores a través de cuatro estructuras: valores titulizados cuyos cupones se abonan cuando se cobran los plazos de los títulos (*pass-through*), valores titulizados cuyos cupones se abonan en fechas fijas (*pay-through*), renovables y efectos comerciales respaldados por activos (ABCP, por sus siglas en inglés). En la estructura *pass-through*, los pagos cobrados de los activos se traspasan directamente al inversor final. Algunos inversores no prefieren este tipo de mecanismo, debido a los riesgos de pago anticipado y de morosidad. En la estructura *pay-through*, los excedentes de capital se reinvierten en activos seguros. Si se producen muchos pagos adelantados, la reinversión de los excedentes de capital en activos seguros se transforma en un “traspaso negativo” y disminuye la rentabilidad del total. Las estructuras renovables están pensadas sobre todo para la financiación del consumo. Se emite un título a largo plazo basado en un lote a corto plazo de deudas de consumidores, que periódicamente se “recarga” con deudas similares. El mecanismo de ABCP es justamente el contrario, ya que las firmas emiten títulos a corto plazo respaldados por deuda a largo plazo. Además de estas estructuras, las SI pueden ofrecer otros detalles para adaptarse a las necesidades de los inversores estructurando diferentes niveles de vencimiento, de crédito o de liquidez, o bien tramos¹.

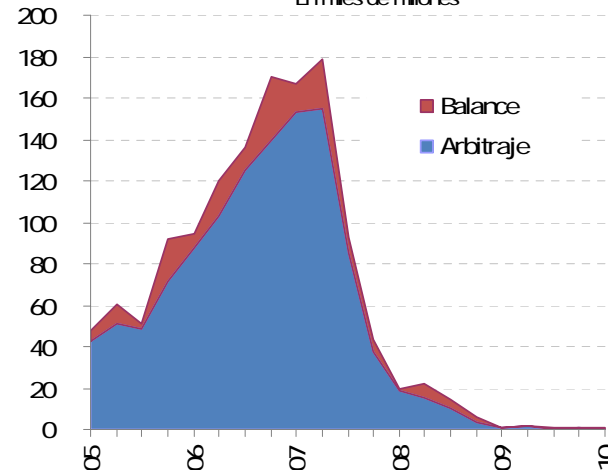
Ahora, las cosas se han complicado incluso un poco más. Considerando la constitución de una SI y los consiguientes títulos, algunos inversores desean un vehículo diseñado para aprovechar las oportunidades de arbitraje. Las SI “genéricas” toman partidas del balance y las convierten en títulos. Las SI “sintéticas” constan de partidas vinculadas a otros títulos, y normalmente se denominan obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés). En este caso, la SI no es, de hecho, la titular de una cartera de activos, sino que adquiere swaps de impago (CDS) vinculados al rendimiento de una determinada cartera de activos. Los CDS pueden considerarse una

Emisiones anuales de titulización en EE.UU.
En trillones



Fuente: SIFMA

Emisión global de CDO, por finalidad
En miles de millones



Fuente: SIFMA

¹ Tymoigne, E. (2009) “Securitization, Deregulation, Economic Stability and Financial Crisis”, Levy Economics Institute, documento de trabajo nº 573

especie de contrato de seguro contra el impago. Por consiguiente, las SI sintéticas (o CDO) permiten a los participantes del mercado especular sobre la probabilidad de impago de los títulos, lo que tensa la banda elástica de los activos financieros de la economía².

La titulización expuesta anteriormente empezó en 1970, cuando la Government National Mortgage Association (GNMA) patrocinó la emisión de los primeros MBS. La primera emisión privada se produjo en 1977. Durante la década de 1980 surgieron diferentes productos hipotecarios basados en la misma temática que los MBS, pero en aquel entonces comenzaron también a titulizarse los contratos de *leasing* de equipo, los créditos para vehículos, los préstamos a estudiantes, las hipotecas y las tarjetas de crédito. Los CDS entraron en el escenario a principios de 1990, hecho que abrió la puerta para la creación de las SI sintéticas. Ahora que entendemos más o menos la jerga y la estructura de la titulización, pasaremos a los factores fundamentales de la oferta y la demanda que rodean la titulización.

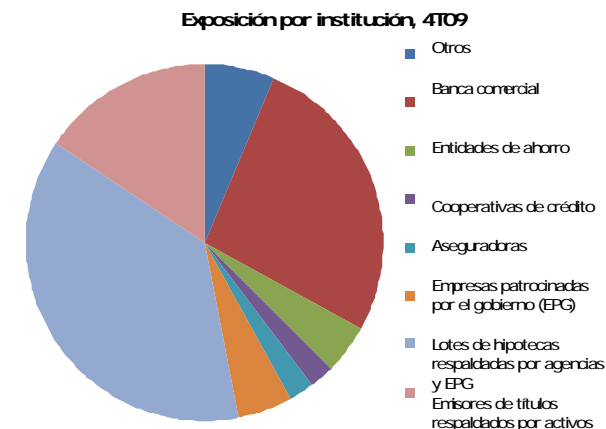
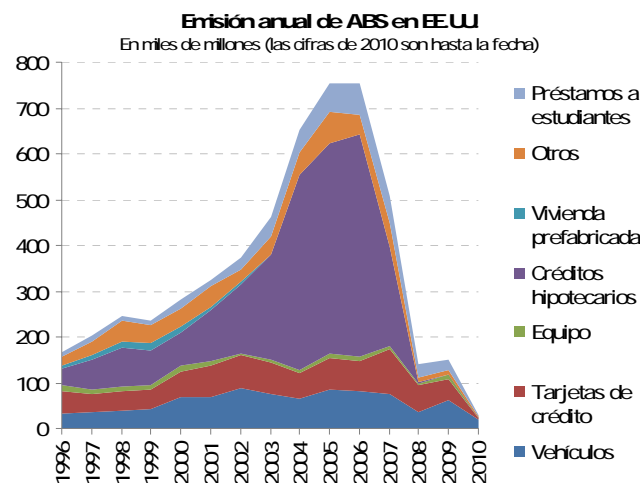
Oferta y demanda de titulización

La demanda de titulización se basa en la calidad del balance propio, en lo que los demás piensan acerca del balance de los otros, y en la capacidad de cada cual de vender algo para comprar otra cosa, condicionado ello a los dos primeros factores. Cuando estos elementos se deterioran, podemos esperar problemas en la titulización. Además, la oferta representa la estructura de la producción de créditos. El sistema financiero estadounidense es único debido a sus mercados públicos, que implican que no se depende solamente de la financiación bancaria, lo cual es la norma en la mayor parte del mundo. En otras palabras: dado que el sistema financiero estadounidense es el más moderno, la estructura de generación de créditos se basa más en la financiación extrabancaria. Esta financiación extrabancaria incrementa la oferta total de crédito a los tomadores, a través de los intermediarios. Por otra parte, la generación de créditos por parte de los intermediarios está influida por el apalancamiento, la probabilidad de impago, los fondos propios y el número de intermediarios.

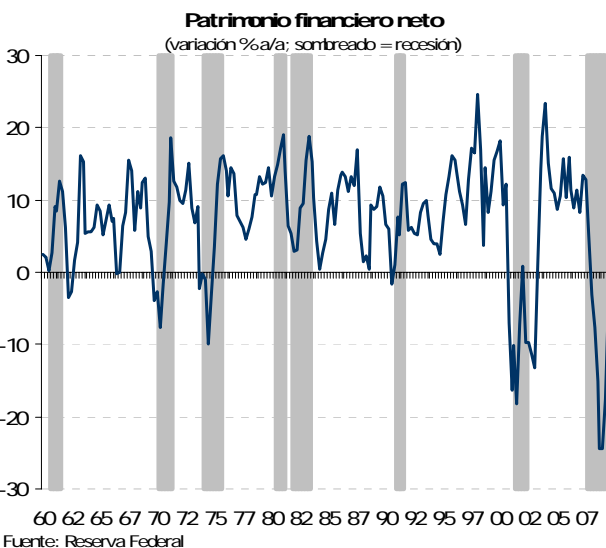
Demanda de titulización: el efecto del balance

Desde una perspectiva antiséptica y académica, por lo general los prestamistas no pueden evaluar perfectamente la solvencia de los tomadores. Es lo que en economía se denomina coste de agencia: los prestamistas necesitan dedicar tiempo y dinero a investigar a potenciales tomadores. No obstante, los tomadores solventes no suponen altos costes de agencia. Sus ahorros y posibilidades de coinvertir con los prestamistas reducen dichos costes. En general, en una economía en la que los tomadores son solventes, los costes de agencia serán bajos, lo que supone que todos los prestamistas reunidos tendrán que dedicar menos recursos a verificar dicha solvencia. Un impacto negativo en el balance del tomador reduce la inversión y disminuye la rentabilidad. El coste de agencia es anticíclico: el empeoramiento de los balances de los tomadores hace cada vez más difícil conseguir préstamos, lo cual propaga la desaceleración económica³. Para explicarlo sencillamente, cuanto mayor sea el balance del tomador y mejor su solvencia, mayor será la demanda de titulización.

Quedan otros dos factores de la demanda: primero, la emisión de liquidez y el acceso a la liquidez, y segundo, la emisión de selección adversa en el mercado en general. Por lo que respecta a la liquidez, la gestión financiera corporativa tiene que vérselas continuamente con la desincronización entre ingresos y



Fuente: Reserva Federal. Npta: "Otros" incluye fondos de pensiones y jubilaciones, fondos de gobiernos estatales y federales, REIT, organizaciones sin fines de lucro, familias y corporaciones.



Fuente: Reserva Federal

² Stulz, R, (2010) "Credit Default Swaps and the Credit Crisis", Journal of Economic Perspectives, 24:1:73-92

³ Bernanke, B, Gertler, M, (1989) "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", American Economic Review, 79:114-31

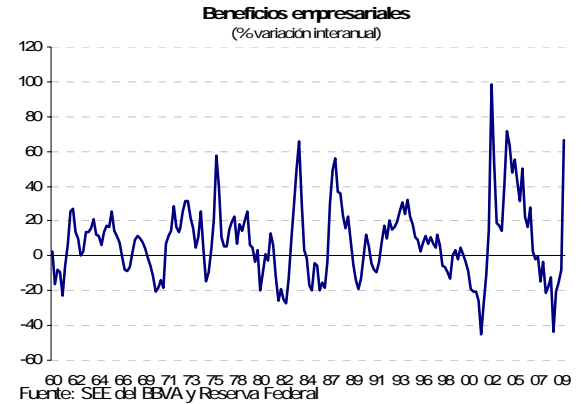
gastos. Las empresas pueden financiarse sobre la marcha aprovechando la financiación del mercado, o bien pueden acumular liquidez. Dado que la primera opción conlleva costes de agencia, muchas prefieren acaparar liquidez. En ocasiones, las empresas pueden abordar nuevos proyectos porque tienen acceso a la liquidez, pero otras veces no. Una tendencia similar se produce en los mercados financieros, pero con resultados más tremendos. Si todos venden activos al mismo tiempo, resulta extremadamente difícil salir de una posición, un proceso conocido como “venta con pérdidas” o “efectivo a precio de mercado”⁴. Un problema similar para el valor de los activos es el descenso del valor del aval durante un trastorno. Si el aval vale repentinamente menos, es más difícil vender activos para obtener la liquidez necesaria⁵.

En segundo lugar, la selección adversa tiene lugar cuando alguien no puede identificar perfectamente la calidad o tipo de riesgo que supone un activo. En tiempos normales, la sensibilidad de la información de los productos financieros puede no conllevar costes significativos para compradores y vendedores. Sin embargo, en tiempo anómalos, cuando surge la sospecha sobre los motivos de la transacción, el proceso de selección requiere recoger más información y, por consiguiente, son menores la liquidez y el volumen⁶. Este es el motivo por el que los especialistas tratan el papel de la confianza en los mercados financieros. Cuando la confianza entre las partes se deteriora, provoca un efecto multiplicador sobre las valoraciones de los títulos de todos. Así, en lugar de una carga de capital, tenemos una carga moral.

Oferta de titulización: factores que permiten la generación de créditos

Consideremos un sistema financiero en el que coexisten intermediarios financieros o bancos entre los tomadores y los titulares de derechos. El balance de los bancos contiene créditos a particulares y empresas, y derechos sobre otros bancos, financiados mediante depósitos, fondos propios y pasivos de cara a otros bancos. En total, podemos suponer que algunos de estos pasivos y activos se cancelan entre sí: en primer lugar, mediante la toma y concesión de créditos entre los bancos; y, en segundo, con créditos a particulares y empresas, y con depósitos para financiar dichos préstamos. Tras eliminar dichas relaciones contables, nos quedan los créditos a tomadores no bancarios. Estos préstamos son financiados por el global de fondos propios y deuda de los intermediarios bancarios procedentes de participantes no bancarios (o de entidades que están fuera del sistema bancario tradicional). Si nos centramos en el canal de préstamos procedentes de financiación externa hacia los tomadores finales a través de intermediarios financieros, existen cinco factores de la oferta de titulización: fondos propios, número de intermediarios, apalancamiento, probabilidad de impago y proporción de la financiación de parte del participante externo.

Si los intermediarios se encuentran con un excedente de fondos propios, generarán más deuda y prestarán más, ya que se encontrarán con demasiado capital en relación con su valor en riesgo seleccionado. En lugar de pagar un dividendo, la mayoría de los intermediarios aprovecharán la oportunidad para incrementar los préstamos y, por consiguiente, remediarán la ineficacia de contar con excedentes de capital en relación con el perfil de riesgo elegido. El aumento del número de intermediarios incrementa el volumen de créditos a los tomadores finales al aumentar el número de participantes en el sistema. De manera similar, si los intermediarios encuentran fuera una creciente



Balance hipotético de intermediario

Activo	Pasivo	
Créditos a particulares y empresas Reclamaciones a otros bancos	Pasivo no con bancos (depósitos) Pasivo con otros bancos Total fondos propios	Banco Individual
Total préstamo a últimos tomadores	Total pasivo de deuda a no bancos Total fondos propios	Conjunto de bancos

⁴ Diamond, D, Rajan, R, (2010) “Fear of Fire Sales and the Credit Freeze”, BPI, documento de trabajo nº 305

⁵ Fostel, A, Geanakoplos, J, (2008) “Leverage Cycles and the Anxious Economy”, American Economic Review 98(4): 1211-1244

⁶ Tirole, J, (2010) “Illiquidity and all its Friends”, BPI, documento de trabajo nº No. 303

disponibilidad de financiación, aumentarán su apalancamiento. Si la probabilidad de impago baja, los intermediarios aumentarán los créditos debido al descenso del valor en riesgo. Es interesante destacar que el aumento de los créditos también disminuye ella probabilidad de impago a corto plazo. Esto se debe sencillamente a que un mayor volumen de préstamos reduce relativamente la proporción de créditos morosos. Tal suele ser el motivo por el que los *booms* crediticios se descontrolan: el incremento de los préstamos genera una falsa sensación de seguridad dado que este aumento hace que el componente de impago se reduzca como proporción del total⁷.

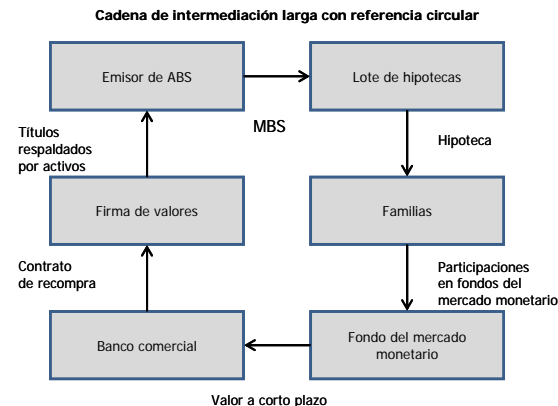
Imaginemos, por ejemplo, un nuevo proceso de titulización que admita la entrada de más financiación externa al sistema bancario. Esto provoca un cambio en la generación de créditos: los nuevos títulos y el aumento del la financiación externa generan más préstamos. A su vez, esto reduce la probabilidad de impago e incrementa la producción económica. Se genera así un bucle que se retroalimenta, y la mejora de la actividad macroeconómica disminuye todavía más las probabilidades de impago, generando más fondos propios bancarios y empujando a la financiación exterior hacia los intermediarios.

Llegados a este punto puede producirse otro bucle, separado de la vinculación macroeconómica. De repente, el aumento de los créditos y de la actividad sale en busca de un número finito de instrumentos financieros. La mayor capacidad de asumir riesgos y el aumento de la demanda empujarán a los intermediarios a buscar o a crear activos, en lo que se denomina expansión por un margen intensivo. Dado un conjunto de activos titulizados de las SI, se crean SI sintéticas para posibilitar la especulación adicional o la inversión en estos títulos populares. Alternativamente, pueden ofrecerse créditos a nuevos segmentos de la población, quizá de mayor riesgo y de menor solvencia. Este es exactamente el proceso por el cual las cadenas de intermediación se hacen cada vez más largas⁸. En un sistema financiero con menos demanda de productos financieros y con una oferta con menor número de intermediarios, los productos sintéticos no crecerán con tanta rapidez como durante los años del *boom*.

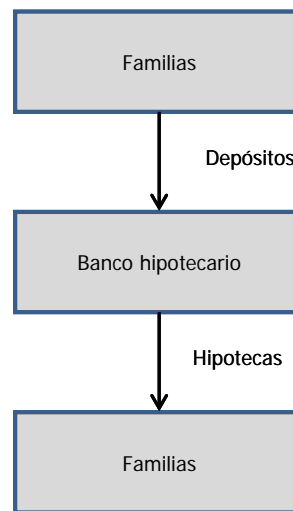
Considerando la oferta y la demanda, es importante destacar que los mercados no funcionan en el vacío. Para funcionar de manera eficaz, los puertos necesitan infraestructuras esenciales: boyas de tráfico, muelles, grúas, buenas prácticas y adecuadas conexiones a carreteras. Lo mismo vale para los mercados financieros. Sin embargo, en este caso la infraestructura tiene que ver con una regulación clara y transparente, con contratos aplicables y con intercambios e intermediarios eficientes. Por ejemplo, los grandes bancos de inversión permiten la intermediación en préstamos de títulos, contratos de recompra, derivados y corretaje. A menudo, los gobiernos se interesan por el funcionamiento adecuado de los mercados de titulización, sobre todo con la invención de los MBS. No deberíamos pasar por alto estos elementos infraestructurales, y en la próxima sección veremos algunas de las cuestiones relativas a la regulación.

Resultados de la regulación: dura, pero justa

En el momento de publicar este informe, el gobierno estadounidense está considerando medidas para legislar una reforma regulatoria de amplio espectro del sistema financiero. Aunque todavía no disponemos de detalles específicos, esperamos que los cambios sean importantes, pero que no resulten radicales para el sistema financiero. Se impondrán mayores requisitos de capital y de liquidez a los diferentes tipos de intermediarios y a



Cadena de intermediación corta



⁷ Shin, HS. (2009) "Securitization and Financial Stability", The Economic Journal, 119:309-332

⁸ Shin, HS. (2010) "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System", BPI, documento de trabajo nº 304

determinadas líneas de negocio. Al mismo tiempo, el sistema financiero evitará la desinversión forzada en actividades, o las prohibiciones de actividades vinculadas a los derivados, fondos propios, capital riesgo y otras (conocidas colectivamente como la Regla Volcker).

La rentabilidad de los fondos propios del sector financiero alcanzó cotas muy altas durante la década que desembocó en la crisis financiera, en gran medida como resultado de los créditos baratos y de la desregulación. Estos dos factores generaron fácilmente una rentabilidad históricamente alta de los fondos propios. Aunque la rentabilidad de los fondos propios del sistema financiero no alcanzará esos máximos como consecuencia del aumento de la regulación, por otra parte la crisis financiera barrió a un importante número de competidores, lo que eleva la rentabilidad de los fondos propios de los supervivientes. Además, la nueva regulación hará que determinados modelos de negocio resulten menos rentables. Por ejemplo, la retención del riesgo crediticio incrementa los costes de un modelo de negocio de generación hasta distribución. En general, prevemos que la rentabilidad de los fondos propios del sistema financiero disminuirá, lo cual no es indeseable desde el punto de vista de un inversor.

Específicamente en el proceso de titulización, las actuales propuestas legislativas reformadoras de la Cámara de Representantes y del Senado apuntan en general hacia una retención del 5% del riesgo crediticio, a menos que las normas de contratación y préstamos se ajusten a requisitos específicos. Recientemente, la SEC propuso cambios similares, que obligan a los emisores de títulos respaldados por créditos al consumo (ABS) retener el 5% del producto en sus libros, el así llamado requisito de "asumir también riesgos". Normalmente, los ABS de créditos al consumo representan lotes de saldos de tarjetas de crédito de los bancos. Los niveles de retención del riesgo crediticio que propone el Congreso no acabarán con la titulización, sino que obligará a los originadores recalibrar ligeramente sus modelos de negocio debido al aumento de los niveles de "asumir también riesgos".

Aunque el sistema político está estudiando importantes cambios en la titulización, los organismos reguladores independientes que rigen la contabilización también han creado cambios quizá igualmente significativos. Las modificaciones de las Reglas 166 y 167 de la Financial Accounting Standards Board (FASB) están previstas para entrar en vigor hacia finales de año. Estas nuevas normas contables reducirán las circunstancias en las que una transferencia de activos financieros vinculada a una titulización podrá ser considerada una venta, y amplía los supuestos en los que los bancos deberán "consolidar" o incluir en sus libros a las entidades a las que han transferido activos financieros. En consecuencia, una mayor proporción de la titulización será tratada como préstamos avalados.

Antes, la titulización a una entidad como una SI hubiese sido considerada "legalmente aislada" por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en caso de quiebra de un banco. Sin embargo, la FDIC está considerando cambiar esta norma de "exclusión de responsabilidad", lo que supone que los inversores en estos vehículos tendrán que vérselas con el FDIC en caso de impago. Esto ha provocado un alto grado de descontento en el mercado de la titulización, lo que llevó a la FDIC a cambiar su posición de tal modo que la "exclusión de la responsabilidad" se aplicaría solamente a aquellas entidades que satisfagan requisitos previos como estructura de capital, obligación de declarar, documentación y compensación.

Una de las partes más controvertidas de la reforma de la titulización tiene que ver con los derivados extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés). Estos instrumentos se denominan así porque generalmente reflejan contratos privados entre firmas con el objeto de cubrir su exposición a riesgos de precios o de créditos. Las empresas industriales utilizan estos instrumentos para

Calendario de la regulación

28 de enero de 2008: propuesta de la Ley de Estímulos Económicos de 2008

13 de febrero de 2008: promulgación de la Ley de Estímulos Económicos

7 de marzo de 2008: la SEC propone prohibir las ventas en corto al descubierto

15 de julio de 2008: el Secretario del Tesoro, Hank Paulson, solicita fondos para Fannie Mae y Freddie Mac

7 de septiembre de 2008: Fannie Mae y Freddie Mac pasan a control del gobierno

19 de septiembre de 2008: el Tesoro implementa el programa Garantía del Mercado Monetario; la SEC prohíbe las ventas en corto de 799 títulos financieros

3 de octubre de 2008: la Cámara de Representantes aprueba el plan de rescate del Tesoro; el límite de seguro de la FDIC se incrementa hasta 250.000 dólares

14 de octubre de 2008: el Tesoro anuncia el Plan de Inyección de Capitales, valorado en 250.000 millones de dólares; la FDIC asegura la deuda prioritaria de las instituciones reguladas

12 de noviembre de 2008: el Tesoro anuncia su disposición a asistir los ABS de consumo

29 de diciembre de 2008: el Tesoro inyecta 5.000 millones de dólares en GMAC

16 de enero de 2009: el Senado libera los fondos restantes del programa TARP; rescate del Bank of America

26 de enero de 2009: Fannie Mae y Freddie Mac piden 51.000 millones de dólares

4 de febrero de 2009: el Tesoro anuncia restricciones en la remuneración de los ejecutivos de las empresas beneficiarias del TARP

10 de febrero de 2009: el Secretario del Tesoro, Timothy Geithner, anuncia el Plan de Estabilidad Financiera

18 de febrero de 2009: el presidente Obama anuncia un plan para ayudar a los propietarios a pagar sus hipotecas

23 de febrero 2009: las autoridades reguladoras de la banca emiten una declaración sobre una nueva ronda de inyecciones de capital

25 de febrero de 2009: el Tesoro anuncia las condiciones del programa de inyección de capitales

garantizar un precio constante de sus insumos de producción. La reforma pretende tomar los derivados normalizados y negociarlos a través de una bolsa, aunque existen posibles iteraciones de la reforma que restringen severamente los derivados no normalizados. Otras iniciativas de reforma intentan limitar el alcance y dimensiones de los derivados en manos de los intermediarios financieros, quizá forzándoles a desinvertir en estas operaciones. No podemos evaluar perfectamente los resultados de este proceso político ambicioso, aunque prevemos que los derivados normalizados pasarán a cámaras de compensación, y que los no normalizados continúen. Una mayor normalización podría acabar beneficiando al sector, la que la transparencia y la infraestructura del mercado podrían incrementar la participación. En general, se trata de un indicio de maduración de un instrumento financiero que supone cambios marginales en el régimen existente. No obstante, una legislación más estricta en materia de derivados podría obligar a una reestructuración complicada del sistema bancario.

Todas estas medidas elevan marginalmente el coste de la titulización, pero no suponen cambios radicales en el sistema existente. Utilizando el marco de oferta y demanda antes expuesto, también entendemos mejor a los reguladores. Los reguladores pretenden aplicar nuevas leyes de protección al consumidor para ajustar los balances o la demanda de la titulización. La protección al consumidor tiene por objetivo suprimir los efectos colaterales haciendo cumplir las normas y garantizando una divulgación transparente. Por otra parte, la liquidez, el apalancamiento y la retención de riesgos afectan a la oferta de titulización. En general, ahora la regulación pretende suprimir los excesos de los mercados financieros, algo difícil de conseguir considerando siglos de crisis financieras⁹.

En el actual diálogo para conseguir una reforma eficaz de la regulación financiera quedan dos lagunas. La primera es que la negociación electrónica de alta frecuencia representa un área en rápido crecimiento, y deficientemente comprendida, del sistema financiero. La alta velocidad y los enormes volúmenes de tráfico de los sistemas de negociación automática pueden o no suponer un riesgo sistémico para el sistema financiero del futuro. Parte de este futuro está reflejado en el hecho de que la Bolsa de Nueva York (NYSE) está construyendo instalaciones para realizar transacciones a alta velocidad en Nueva Jersey. Normalmente, los negociadores de alta frecuencia pagan una prima para colocalizar sus servidores en el mismo edificio que los servidores de la bolsa para acortar la latencia. Una segunda posible laguna en las iniciativas de la reforma tiene que ver con el papel de los corredores-intermediarios. Los grandes bancos de inversión siguen manejando grandes volúmenes de contratos de recompra a un día y grandes exposiciones a derivados extrabursátiles. La actual reforma legislativa no aborda el hecho de que los grandes corredores-intermediarios siguen expuestos a ventas masivas de prestamistas a corto plazo y contrapartes de derivados extrabursátiles¹⁰. Esto sigue siendo un evidente riesgo sistémico para la economía.

⁹ Greenspan, A, (2010) "The Crisis", documento de trabajo de Greenspan and Associates LLC

¹⁰ Duffie, D, (2010) "The Failure Mechanics of Dealer Banks", Journal of Economic Perspectives, 24:1:51-72

Calendario de la regulación (continuación)

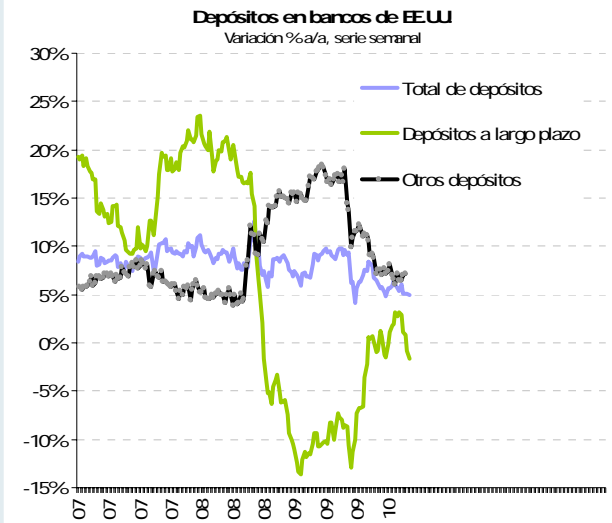
- 1 de marzo de 2009: AIG recibe 30.000 millones de dólares del gobierno
- 3 de marzo de 2009: el Tesoro anuncia los detalles del programa TALF
- 23 de marzo de 2009: el Tesoro anuncia los detalles del Programa de Inversiones Públicas-Privadas
- 7 de mayo de 2009: el Programa de Supervisión de Evaluación de Capitales realiza pruebas de resistencia de los bancos más importantes
- 8 de mayo de 2009: Fannie Mae pide al Tesoro 19.000 millones de dólares
- 13 de mayo de 2009: el Tesoro presenta sus propuestas para regular los derivados extrabursátiles
- 17 de junio de 2009: el presidente Barack Obama propone la reforma regulatoria financiera
- 26 de junio de 2009: el Tesoro publica las normas de recompra de avales de CPP (deudores con potenciales problemas)
- 8 de julio de 2009: los organismos del gobierno anuncian el inicio del programa de compra de activos tóxicos (PPIP)
- 26 de agosto de 2009: la FDIC aclara los criterios para la adquisición de bancos quebrados
- 17 de septiembre de 2009: la SEC propone prohibir las órdenes instantáneas; nuevas normas para las agencias de calificación crediticia
- 29 de septiembre de 2009: la FDIC requiere 3 años de pagos adelantados de seguros de depósitos
- 22 de octubre de 2009: el Tesoro publica el primer reglamento de remuneraciones de ejecutivos de empresas beneficiarias del TARP
- 17 de noviembre de 2009: Obama crea el grupo de trabajo para el control del fraude financiero
- 24 de diciembre de 2009: el Tesoro anuncia fondos ilimitados para Fannie Mae y Freddie Mac
- 14 de enero de 2010: Obama propone la tasa por responsabilidad de la crisis financiera (el "impuesto al banco")
- 27 de enero de 2010: la SEC publica un nuevo reglamento en materia de la composición de carteras del mercado monetario
- 24 de febrero de 2010: la SEC aprueba restricciones para las ventas en corto

Qué nos dice el sistema crediticio

A partir de un detenido análisis de las tablas de flujos de fondos de la Reserva Federal, vemos que los bonos corporativos, los créditos comerciales y las hipotecas de bienes raíces comerciales (CRE, por sus siglas en inglés) y de vivienda representan el 77% del total de los créditos de la economía estadounidense. El mercado de bonos ya se encuentra recuperándose. Se trata de una evolución positiva, ya que se mantuvo paralizado entre el 4 trimestre de 2008 y el segundo de 2009. Por consiguiente, los bonos ayudarán a que el sistema vuelva al crecimiento y a la titulización. Las hipotecas de CRE y de vivienda comenzarán a sustentar la titulización de manera similar en 2011. El crédito comercial está solamente ahora recuperándose de los trastornos negativos que lo afectaron entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercero de 2009, y el cuarto de 2009 ya mostró un crecimiento positivo. Ya no habrá un trimestre en que la titulización no avance. En su lugar, presenciaremos una lenta recuperación de distintos segmentos, con diferentes altibajos, hasta que la liquidez de los mercados vuelva a niveles normales.

Conclusiones

La mejora de los fundamentos y una reestructuración de la generación de créditos de los intermediarios, apoyadas por la regulación y las presiones competitivas, sustentarán el regreso de la titulización. Esto fomentará un sistema de titulización sostenible por dos motivos. El primero, que la crisis sacudió las normas de tal manera que las ha devuelto a la realidad. El segundo es que los reguladores son conscientes de los peligros de la falta de una supervisión adulta en las cadenas de titulización largas. Todas estas medidas reguladoras elevan marginalmente el coste de la titulización, lo cual sugiere que se producirán cambios progresivos, más que radicales, en el sistema existente. Considerando la contracción de la oferta y los daños sufridos por los balances, las cadenas de titulización largas no volverán durante algún tiempo. En cuanto a la producción, las instituciones no pueden considerar a la titulización como una tecnología extremadamente barata para la generación de créditos, pero todavía existe como parte del sistema financiero. Y se incrementará ligeramente el uso de otras fuentes de financiación, como la deuda corporativa no garantizada y los depósitos. Por lo que respecta a la demanda, la actividad económica, los precios y la liquidez comenzarán a sustentar un mercado de titulización más sano, más transparente y más sencillo. Prueba de ello es el actual retorno de los RMBS privados y una nueva tendencia hacia el uso de productos simplificados, como los bonos garantizados en EE.UU.



Fuente: Reserva Federal