

Informe Trimestral del BPI

Junio de 2006

Resumen de los Artículos Monográficos

Titulización en la región de Asia y el Pacífico: implicaciones para los riesgos de liquidez y de crédito¹

El auge de la financiación estructurada en la región de Asia y el Pacífico ha estado impulsado por la titulización de préstamos hipotecarios y al consumo, una actividad que transforma en gran medida la liquidez. Hasta la fecha, la titulización de deuda corporativa en la región ha sido relativamente escasa, si bien ofrece un enorme potencial para mejorar la distribución de los riesgos de crédito.

Clasificación JEL: G150, G180, G210 y O160.

En los últimos años, los mercados financieros de la región de Asia y el Pacífico han registrado un significativo crecimiento de la titulización de activos locales², basado principalmente en la reagrupación de hipotecas residenciales y activos para la financiación al consumidor, y no en deuda corporativa. En los países afectados por la crisis asiática de 1997, las nuevas leyes y reglamentos que hicieron posible las titulizaciones estuvieron motivados en algunos casos por la necesidad de hacer frente al torrente de préstamos morosos que resultaron de la crisis. Mientras que apenas se llevaron a cabo unas pocas operaciones con deuda corporativa con este fin, la recuperación de la crisis conllevó un aumento de los hogares como prestatarios principales de estos títulos. Así pues, el grueso de las operaciones de titulización de la región se realizó sobre deuda de las familias.

La titulización ofrece en general dos ventajas. La primera es que puede convertir activos normalmente ilíquidos en instrumentos con bastante liquidez. En segundo lugar, puede crear instrumentos de elevada calidad crediticia a partir de deuda de poca calidad. Dado que las titulizaciones en Asia-Pacífico se han realizado principalmente con hipotecas para vivienda y préstamos al

¹ Los autores quisieran agradecer los comentarios de Amit Agarawal, Claudio Borio, Kalpesh Gada, Mark Gaw, Rachel Hardee, Frank Lu, Frank Packer, Wit Solberg and Philip Wooldridge, así como la excelente labor de investigación realizada por Emir Emiray. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

² A efectos del presente artículo, definimos titulización en el mercado local (nacional) como la creación de títulos denominados en moneda local respaldados por conjuntos (*pools*) de préstamos generados en el ámbito interno. En muchos casos, este tipo de emisiones se dirige principalmente a inversionistas del país en el que se origina la operación.

consumo, en términos relativos ha tendido a mejorar la liquidez más que a redistribuir el riesgo de crédito.

Tras la sección de introducción a nuestro artículo, explicamos las técnicas de titulización básicas y analizamos sucintamente el crecimiento y la composición de la actividad de titulización en la región.

A continuación estudiamos las implicaciones de la titulización para los riesgos de liquidez y de crédito de los préstamos hipotecarios y al consumo. Después, analizamos estos mismos asuntos en el caso de los préstamos a empresas y por último presentamos nuestras conclusiones.

Los mercados de deuda nacional en América Latina: logros y retos³

Los mercados de bonos nacionales en América Latina han crecido significativamente en los últimos años, lo que debería ayudar a reducir la dependencia que históricamente ha tenido la región de financiación externa. A pesar del gran progreso realizado, aún persisten ciertas vulnerabilidades asociadas al riesgo de refinanciación, al tiempo que en el mercado secundario sigue escaseando la liquidez.

Clasificación JEL: E440, F340, G150, G180, H630, O160.

Durante gran parte de la historia reciente de América Latina, sus mercados de títulos de deuda local no han conseguido desarrollarse debido a una serie de obstáculos relacionados con las políticas y también de orden estructural. Entre ellos se incluyen su pobre historial de gestión macroeconómica, la escasa profundidad y diversificación de su base de inversionistas, restricciones regulatoras que dificultaron el desarrollo del mercado primario y secundario, así como la falta de infraestructuras adecuadas para la emisión de deuda por el sector privado. La oferta resultante de deuda pública y privada local, en su mayoría a corto plazo y/o indexada al dólar, agravó las crisis financieras en la región durante los años 90 y a comienzos de la presente década.

En los últimos años, sin embargo, los mercados de bonos locales han supuesto una fuente de financiación en auge para las economías latinoamericanas y han brindado oportunidades de diversificación a los inversionistas internacionales (véase el Gráfico 1). De este modo, ha quedado en entredicho la teoría de que los países de la región no pueden endeudarse en moneda local a largo plazo, lo que se conoce a veces como la hipótesis del "pecado original". La expansión de estos mercados ha demostrado el esfuerzo consciente de las autoridades de la mayoría de estos países para reducir su vulnerabilidad ante perturbaciones externas adversas. En este sentido, uno de

³ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Quisiéramos agradecer los comentarios recibidos de Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer y Agustín Villar, así como la labor de investigación llevada a cabo por Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel y Jhuvesh Sobrun. Por último, quisiéramos dar las gracias a José Oriol Bosch de JPMorgan Chase Mexico por los datos de mercado que nos ha facilitado.

sus principales objetivos ha sido el fortalecimiento de las condiciones de demanda para la deuda interna, que ha sido posible gracias a la introducción de políticas macroeconómicas más estables, la adopción de sistemas de pensiones financiados y gestionados por el sector privado, y la eliminación de restricciones a la inversión extranjera. También se han emprendido iniciativas por el lado de la oferta, incluyendo un giro gradual de la deuda pública hacia el mercado interno, la consecución de mayor transparencia y previsibilidad en las emisiones, además de medidas para crear títulos de referencia líquidos. Todas estas iniciativas se han visto favorecidas por un entorno externo especialmente propicio, dados los elevados precios de las materias primas (beneficiosos para las cuentas internas y externas) y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas internacionales.

A partir de estadísticas principalmente de fuentes nacionales, en este artículo monográfico se argumenta que los países de la región han realizado sustanciales progresos en el desarrollo de sus mercados de deuda nacional, si bien todavía persisten ciertas vulnerabilidades. Al abandonar los emisores los mercados externos para concentrarse en títulos de deuda locales, han contribuido a reducir el riesgo derivado de los descalces cambiarios (desajustes entre monedas), si bien puede haberse ampliado el riesgo que presentan los desfases de vencimientos. Dado que los inversionistas aún se muestran reacios a invertir a interés fijo durante largos periodos de tiempo, los prestatarios de la región podrían quedar expuestos a un grado significativo de riesgo de refinanciación en caso de deteriorarse las condiciones financieras internacionales. Además, la base de inversionistas sigue siendo estrecha, lo que dificulta el desarrollo de liquidez en el mercado secundario.