

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro Vera

Enero 19 de 2012

Titularizaciones Hipotecarias: historial y urgencia de cambio regulatorio

Uno de los principales detonantes de la Gran Recesión (2007-2011) fue la excesiva titularización de cartera hipotecaria y, además, de baja calidad, promovida especialmente por los bancos de los Estados Unidos. Claramente existían allí deficiencias regulatorias, al tratar “por compartimentos” las áreas de generación de crédito hipotecario, de una parte, y las áreas de tenencia y gestión de la cartera, de otra parte. Dicho de otra manera, los generadores del crédito (los bancos) dejaron de ser “dolientes” de los riesgos crediticios asociados con los ciclos económicos, los cuales quedaron “parqueados” en las agencias titularizadoras cuasi-públicas (tipo *Fannie-Freddie*).

El historial de las titularizadoras es largo. Éstas se iniciaron en febrero de 1970, cuando *Ginnie Mae* (*Government National Mortgage Association*) garantizó por primera vez bonos respaldados por un conjunto de deudas hipotecarias. Posteriormente, en la década de los ochenta, diferentes innovaciones llevaron a que se titularizara también otro tipo de cartera como la de automóviles o incluso créditos estudiantiles (*Asset Back Securities*). Así, justo antes de iniciar la Gran Recesión, cerca del 60% de las titularizaciones en los Estados Unidos correspondían a hipotecas, crédito de vehículos y tarjetas de crédito.

Pese a sus atractivos financieros, ahora se ha hecho evidente que titularizaciones desmedidas conllevan riesgos sistémicos. Ya hemos comentado cómo ello induce laxitud crediticia y hasta “burbujas” promovidas en agentes económicos *subprime*. Esto termina en masivas daciones en pago, afectando la vivienda de cerca de unos cinco millones de hogares en los Estados Unidos. Además, cuando se combinan dichas titularizaciones con “productos estructurados” (altamente apalancados), tipo *Credit Default Swaps*, se termina apostando contra un mercado hipotecario “crecido” de forma artificial, permitiendo cobrar seguros sobre apuestas de desastres auto-fabricados (Lewis, 2010), ver diagrama adjunto.

Por ello, el *Dodd-Frank Act*, aprobado en los Estados Unidos en el 2010, busca establecer límites a las titularizaciones. Por ejemplo, se ha sugerido que los bancos mantengan al menos un 5% de la cartera hipotecaria, que antes se podía titularizar al 100%. También se han establecido mínimos de cuota inicial y se han prohibido los esquemas de financiamiento con “cuotas súper-mínimas”, pues estos terminaban reajustándose rápidamente, volviendo impagables dichas obligaciones.

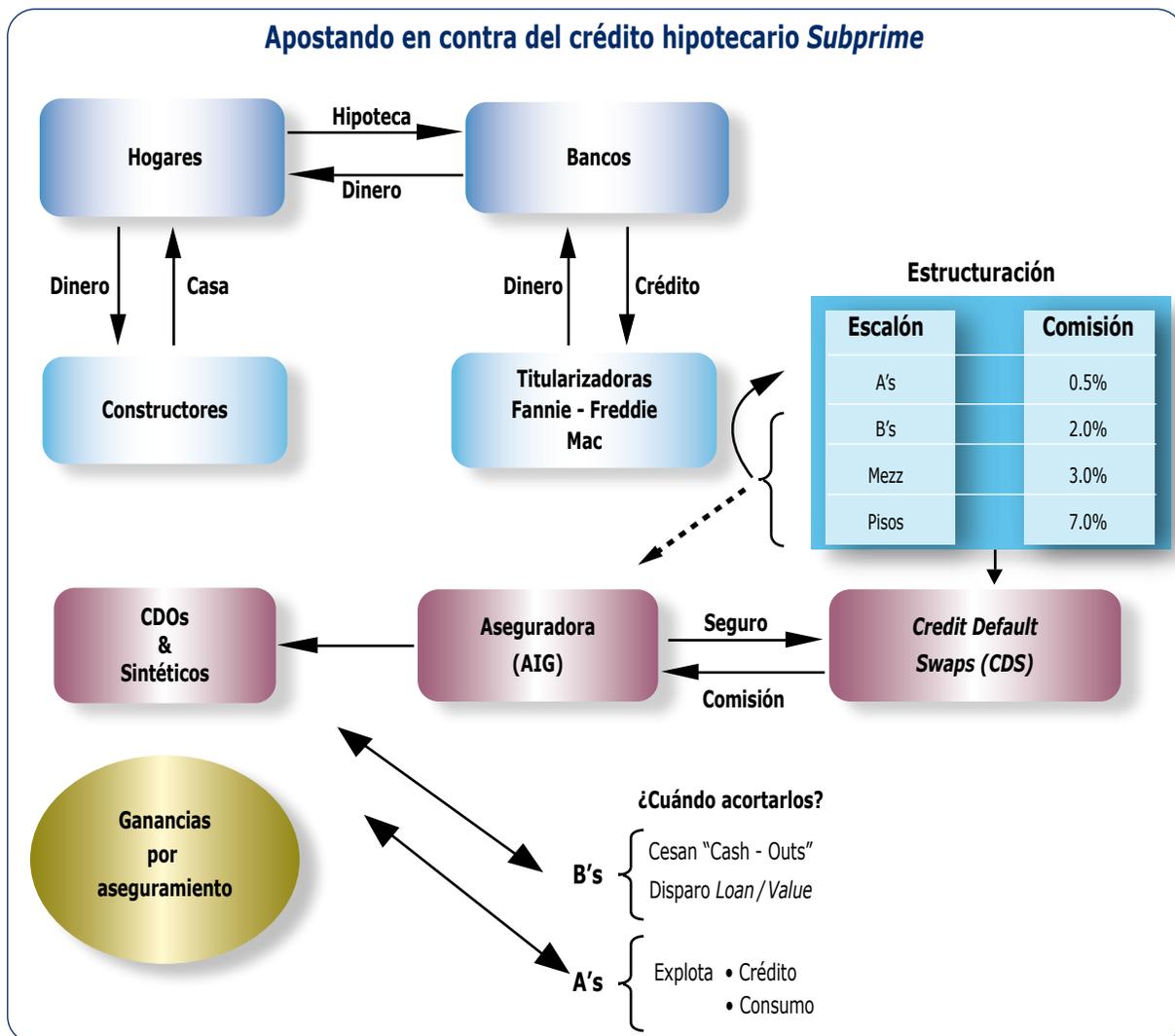
Pero cabe preguntarse: ¿acaso resultan suficientes dichos límites para evitar los desastres que causaron las excesivas titularizaciones durante 2003-2007? Anif ha realizado una serie de simulaciones que muestran que mientras las obligaciones de cuotas iniciales mínimas del 20%-30% son apropiadas para evitar “burbujas hipotecarias”, las restricciones de tan sólo un 5% de retención en los balances de los bancos a la hora de las titularizaciones lucen prácticamente inocuas para contener los riesgos sistémicos. Por ejemplo, una cuota inicial cercana al 20% puede “soportar” desvalorizaciones hasta del 40% sin que

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Alejandro Vera

explote la relación Crédito/Precio de la vivienda. En cambio, retenciones en el balance de los bancos de tan sólo un 5% del crédito (mientras el resto se titulariza) no frenarán en casi nada el ánimo titularizador y sus riesgos sistémicos de excesivos apalancamientos. Esto último sólo parece lograrse con obligaciones de retención en cabeza de los bancos del orden del 40%-50%.

En síntesis, la titularización surgió como un mecanismo que buscaba dar liquidez a mercados hipotecarios nacientes en los Estados Unidos de los años setenta. Aunque ello sirvió a tal propósito durante las siguientes décadas, los excesos del período 1995-2007 dejaron ver los peligros de excesivos apalancamientos, disociando generador de tenedor de la cartera hipotecaria. Si bien la Ley *Dodd-Frank* ha detectado dicha falla, parece estar quedando corta en la solución del problema, pues los límites sugeridos hasta la fecha no mermarán los ímpetus titularizadores. Han resultado más promisorias las regulaciones referidas a cuotas hipotecarias mínimas y las prohibiciones sobre los llamados “resets” en los cronogramas y tasas de interés.



Fuente: elaboración Anif con base en Michael Lewis (2010) *The Big -Short*.