

**EL PROCESO DE "TITUVALORIZACION"
(SECURITIZACION)**

Eduard Ballarín

EL PROCESO DE "TITUVALORIZACION" (SECURITIZACION)

Eduard Ballarín¹

Resumen

Uno de los rasgos más destacados del cambio que están experimentando los sistemas financieros del mundo occidental es la denominada *securitization*.

Este término, que en el documento se propone traducir al castellano por "tituvalorización", cubre dos fenómenos distintos. Por un lado, hace referencia al fuerte crecimiento en la intermediación de fondos a través de títulos-valores en los mercados financieros. Por otra parte, se refiere también a nuevas formas de movilización de activos por parte de las entidades bancarias. Tales formas se basan en la agrupación y transformación de préstamos en títulos-valores para su posterior colocación entre los inversores.

El principal argumento que se desarrolla en el documento es que la tituvalorización no es un fenómeno pasajero, sino que supone una mutación estructural permanente de los sistemas financieros.

Esta afirmación (o predicción, en la medida en que debe todavía ser corroborada por el paso del tiempo) se apoya en tres puntos principales:

1. En la mayoría de los casos, el título-valor tiene una ventaja competitiva en términos de coste sobre el préstamo.
2. La tituvalorización hace más flexible el pasivo de las empresas y, por tanto, disminuye su riesgo financiero. Por esta razón debe hacer posible incurrir en mayores riesgos operativos. El resultado final puede muy bien ser una mayor inversión en términos reales (en inmovilizado y existencias).
3. La tituvalorización es una respuesta competitiva por parte de las entidades bancarias a cambios estructurales en el sector –tales como las mayores exigencias de recursos propios.

Sin embargo, el préstamo conserva una superioridad competitiva sobre el título-valor en determinadas financiaciones especiales. Son aquellos casos en los que la flexibilidad de adaptación (a circunstancias imprevistas) es más importante que la flexibilidad de transmisión (del título-valor). La financiación de proyectos a largo plazo es un buen ejemplo de tales situaciones.

La tituvalorización es un desarrollo favorable para las entidades financieras con vocación y experiencia de banca universal. En este sentido, puede constituir una buena oportunidad competitiva para la banca europea (en contraposición a la norteamericana o japonesa).

¹ Profesor de Economía, IESE

EL PROCESO DE "TITUVALORIZACION" (SECURITIZACION)

Introducción

La actividad económica que denominamos abreviadamente "prestación de servicios financieros" está experimentando un proceso de profunda transformación¹. La complejidad del fenómeno de cambio hace difícil encapsularlo en un número reducido de conceptos que puedan capturar –siquiera metafóricamente– buena parte de sus rasgos esenciales.

Algunos estudiosos han recurrido al término "globalización" con este propósito sintetizador². Con él hacen referencia a la creciente interrelación de los mercados financieros internacionales como elemento central en la mutación del negocio bancario.

Es indudablemente cierto que la mayor interpenetración de los mercados de capitales a lo largo y ancho del planeta tiene una incidencia decisiva sobre los distintos grupos de intermediarios financieros. Sin embargo, el sector bancario dista mucho de ser un sector globalizado en el sentido más preciso que le dan los especialistas en economía sectorial³. No es evidente, por ejemplo, que una mayor cuota de mercado a nivel mundial suponga más rentabilidad para los accionistas en términos de creación de valor⁴. De hecho, los datos más recientes en Estados Unidos muestran, bajo esta dimensión, una clara superioridad de los llamados bancos "de coalición regional" sobre los grandes bancos del país.

Un término de raíz genuinamente financiera que, a mi juicio, captura en mejor medida los elementos centrales del proceso de cambio es el neologismo inglés *securitization*.

Para tratar de ahorrarnos un nuevo barbarismo más sugiero que una versión aceptable del término en castellano podría ser la de "tituvalorización", puesto que la traducción más correcta de *security* posiblemente sea la de "título-valor".

Al preparar esta ponencia he hecho un pequeño inventario de las propuestas de traducción más frecuentes para el término *securitization*. "Instrumentalización" ha resultado ser bastante popular, pero se me antoja que la noción de "instrumento" resulta demasiado vaga. "Titularización" evoca

¹ Véase Ballarín (1987), análisis clásicos del proceso de innovación financiera pueden encontrarse (en orden descendente de actitud crítica) en Tobin (1984), Van Borne (1985) y Miller (1986).

² Véase, por ejemplo, Lamfalussy (1986).

³ Véase Porter (1986).

⁴ Para una elaboración conceptual y al mismo tiempo práctica del modelo de creación de valor puede consultarse Rappaport (1986).

la concesión de “títulos” en general⁵ y nuestro interés se circunscribe a aquellos que acreditan la posesión de un activo financiero. “Mobilierización” es un trabalenguas de especial dificultad. “tituvalorización” no resulta muy difícil de articular verbalmente –ruego al lector que haga la prueba en voz alta⁶– y recoge una traducción fiel del término *security*.

Debemos también reconocer que el significado del concepto no es muy preciso, puesto que se utiliza indistintamente para describir dos fenómenos de naturaleza dispar. El primero de ellos es la tendencia de las empresas no financieras a cambiar la estructura de su pasivo, sustituyendo el crédito bancario por la financiación mediante títulos-valores. El segundo se refiere a las nuevas formas de movilización de activos que están utilizando las entidades bancarias, agrupando y transformando su inversión crediticia propia en títulos-valores para su posterior colocación entre los inversores⁷.

Es importante distinguir entre ambos sentidos del término tanto por su disparidad conceptual como porque no siempre se producen simultáneamente en la realidad. La “tituvalorización” en el primer sentido –que denominaremos S1– es un fenómeno prácticamente universal: tanto en Estados Unidos como en Europa y Japón, las grandes empresas están mostrando una inclinación similar a sustituir los préstamos bancarios por los títulos-valores como principal fuente de financiación ajena. Por el contrario, la “tituvalorización” en el segundo sentido –que llamaremos S2– es un fenómeno todavía genuinamente americano: solo en Estados Unidos se está produciendo de forma masiva la transformación de activos bancarios en títulos-valores.

El propósito de esta ponencia es estudiar los mecanismos que sustentan el proceso de *securitización* –tanto en uno como en otro sentido– desde el punto de vista propio de mi actividad profesional: la planificación estratégica.

La tarea de planificación estratégica en una empresa consiste en el desarrollo de ventajas competitivas sostenibles⁸. En definitiva, en buscar modos de gestionar los negocios que no solo superen a los que usan los competidores, sino que, además, lo hagan de forma duradera en el tiempo.

En última instancia, solo hay dos formas de hacer las cosas mejor que los competidores. O bien las hacemos con algún matiz diferenciador que sea percibido como preferible por los clientes, o bien hacemos las mismas cosas que los competidores pero a un coste menor.

Estas afirmaciones pueden parecer meras trivialidades a muchos de los lectores. Y tomadas en sí mismas, ciertamente lo son. Lo que las llena de contenido es una metodología propia que, en definitiva, es la que configura a la planificación estratégica como una actividad profesional bien definida. Esta metodología permite la búsqueda sistemática de oportunidades de negocio que comporten ventajas sostenibles en términos de diferenciación o de supremacía en costes.

⁵ De hecho, distintos diccionarios de la lengua castellana reconocen la existencia del verbo “titularizar”, pero lo definen como actividad de concesión de títulos que acreditan la posesión de determinados conocimientos.

⁶ Algunas veces resulta necesario insistir un poco. No desesperar.

⁷ Es de advertir que no resulta del todo adecuado referirnos a la *securitization* como simple movilización de activos. Esta podría ser una traducción técnicamente correcta pero poco precisa. La *securitization* requiere que la transformación de activos financieros llegue hasta su conversión en auténticos títulos-valores, de características estándar y transmisibles en mercados completos.

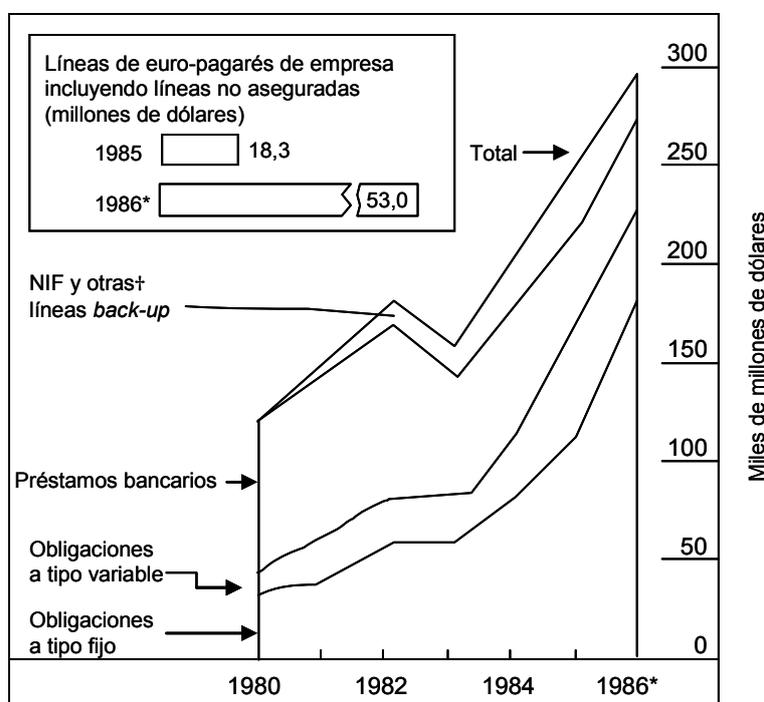
⁸ Véase Ghemawat (1986).

El enfoque a que me refiero puede utilizarse a muy distintos niveles. Debe, sin duda, aplicarse a la empresa en su conjunto⁹, pero su gran potencial se revela mejor al emplearlo sobre cada negocio individual y, dentro de ellos, a cada segmento relevante de mercado. También es posible –y con frecuencia aconsejable– aplicarlo a una innovación financiera singular para descubrir en qué medida puede ser duradera en el sistema y, a la vez, rentable para una entidad que desee introducirla en su línea de productos.

Si extrapolamos las tendencias más recientes, no cabe duda que la tituvalorización es un fenómeno en alza. La Figura 1 nos muestra el cambio experimentado por el euromercado en los últimos años. La sustitución de los préstamos bancarios por fórmulas de financiación basadas en títulos-valores resalta con gran nitidez.

Figura 1

Estructura de los flujos de financiación (mercados internacionales)



Enero-septiembre a tasa anual.

† Excluyendo líneas de euro-pagarés de empresa.

Fuente: OCDE, *The Economist*, 21-3-1987.

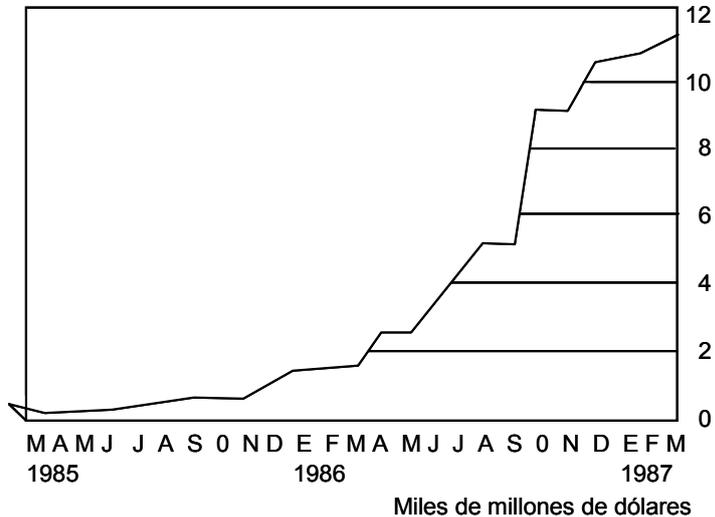
En nuestro segundo sentido –la tituvalorización de activos financieros originariamente concebidos como préstamos–, el fenómeno también está experimentando un rápido crecimiento, hasta el punto de que se ha trasladado con rapidez a paquetes de activos tan insólitos como los préstamos para compra de automóviles, los contratos de leasing de ordenadores y los saldos a cobrar generados por tarjetas de crédito.

⁹ Si la empresa está integrada por una pluralidad de negocios, es usual utilizar el término “planificación corporativa” para referirnos a la tarea de decidir en qué negocios queremos estar y a la mejor forma de coordinarlos (desarrollo de una estrategia horizontal). El término planificación estratégica se reserva para referirnos a la concepción de ventajas competitivas en cada unidad singular de negocio.

Figura 2

La conversión de préstamos en títulos-valores

Emisiones de títulos-valores garantizados por préstamos para compra de automóviles, saldos de tarjetas de crédito y contratos de leasing de ordenador



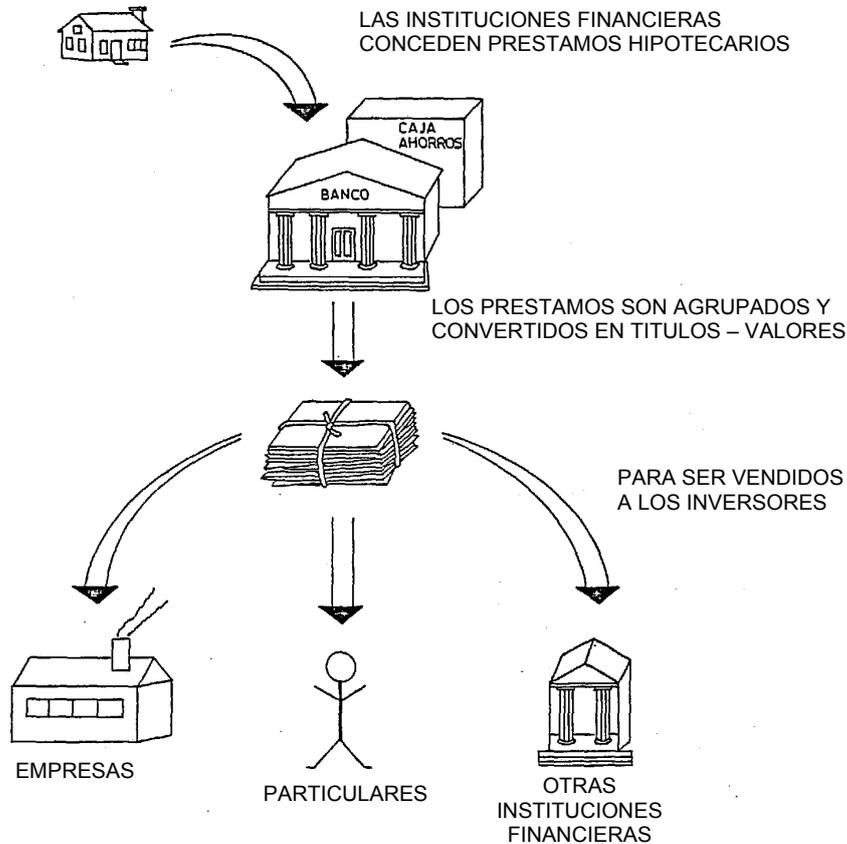
Fuente: *Business Week*, 30-3-1987, Standard & Poor's Corp, First Boston Corp.

Sin embargo, el activo financiero más tituvalorizado por excelencia ha sido el préstamo hipotecario. La Figura 3 esquematiza de forma visual la esencia del proceso. Una entidad financiera tiene en su activo un paquete de hipotecas que agrupa y moviliza mediante su transformación en títulos-valores que son colocados entre sus inversores. La emisión goza de la garantía específica de los préstamos hipotecarios y se apoya en una calificación (*rating*) que está en función de la calidad del activo subyacente.

El Cuadro 1 esquematiza las distintas modalidades y denominaciones bajo las que suelen presentarse las operaciones de tituvalorización de activos financieros. Como siempre, cada variante apunta a un segmento distinto de inversores y, a mi juicio, es esta acentuada diversidad comercial la que explica en buena parte el éxito de la fórmula. Es de resaltar, en particular, la gran aceptación de los CMOS (*Collateralized Mortgage Obligations*) y las fuertes rentabilidades que los introductores de esta modalidad obtuvieron en un primer momento.

Figura 3

El proceso de tituvalorización (títulos-valores garantizados por préstamos hipotecarios)



Fuente: Adaptado de un gráfico original de Christine Pavel, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives (1986).

Cuadro 1

La tituvalorización puede basarse en:

- * PRESTAMOS HIPOTECARIOS
 - CON TRANSMISION DE LA PROPIEDAD
 - GNMA (*Ginnie Mae*)
 - P C (*Participation Certificate*)
 - M B S (*Mortgage Backed Security*)
 - SIN TRANSMISION DE LA PROPIEDAD
 - M B B (*Mortgage Backed Bond*)
 - C M O (*Collateralized Mortgage Obligation*)
- * PRESTAMOS PARA ADQUISICION DE AUTOMOVILES
 - CARS (*Certificate of Automobile Receivables*)
- * SALDOS DE TARJETAS DE CREDITO
 - CARDS (*Certificates of Amortizing Revolving Debts*)
- * CONTRATOS DE LEASING (DE ORDENADORES)

Ahora bien: constatar el fuerte crecimiento de una innovación determinada no es garantía de su continuidad. Las carreras profesionales de muchos planificadores han experimentado serios problemas por confiar en meras extrapolaciones del pasado.

Una alternativa preferible es estudiar el fenómeno de la títuvalorización en el contexto del cambio secular que está experimentando el sector bancario.

Una disciplina que se ha revelado especialmente eficaz para diagnosticar la estructura actual y la probable evolución de un sector económico es la denominada economía sectorial (*Industrial Economics*)¹⁰. La noción más difundida de esta rama de la economía es el denominado paradigma estructura-->comportamiento-->resultados. Su punto de arranque es una observación trivial; a saber: que los distintos sectores económicos no presentan niveles homogéneos de rentabilidad. Este dato podría ser fácilmente explicable *a corto plazo* por innovaciones tecnológicas o mejores capacidades de gestión. Pero su persistencia en el tiempo obliga a concluir que existen barreras de entrada que dificultan los trasvases de recursos que deberían homogeneizar las rentabilidades.

Este enfoque disciplinar está teniendo importantes consecuencias prácticas en dos órdenes distintos. El primero de ellos concierne a la regulación de los mercados y está suponiendo un impacto notable sobre los puntos de vista tradicionales. Los índices de concentración, por ejemplo, están perdiendo el gran peso que habían tenido como evidencia de poder monopolístico. La atención se centra ahora en el grado de impugnabilidad de los mercados¹¹, es decir, en su fácil accesibilidad por parte de los competidores potenciales.

Desde mi perspectiva profesional, es todavía de mayor interés la incidencia de la economía sectorial sobre la práctica de la planificación estratégica. Un enfoque muy conocido en esta segunda dimensión es el denominado “análisis de cinco fuerzas”, desarrollado originalmente por Michael Porter (1980).

Tal como se muestra en la Figura 4, este enfoque encapsula todas las variables que inciden sobre la atractividad de un sector (medida por su potencial de rentabilidad) en cinco fuerzas principales: barreras de entrada, poder negociador respecto de proveedores y clientes, riesgo de que aparezcan productos sustitutivos y grado de rivalidad entre los competidores.

En ocasiones anteriores¹² he mostrado con detalle cómo el marco regulador impuesto sobre el sector bancario desde los años treinta –con el noble propósito de garantizar la estabilidad del sistema– había tenido el efecto indirecto de otorgarle una estructura económica inherentemente atractiva. Las limitaciones sobre precios, productos y áreas geográficas llevaban implícitas una segmentación del mercado que reducían la rivalidad, limitaban la aparición de nuevos competidores, restaban poder a oferentes y demandantes de fondos y, por último, hacían virtualmente imposible la aparición de productos competitivos.

Este benigno entorno tuvo también otro importante efecto secundario: convirtió a la mayor parte de entidades bancarias en organismos con pautas burocráticas de comportamiento donde la información fluía casi siempre de arriba abajo y donde la obediencia estricta era uno de los valores más preciados.

¹⁰ Una excelente revisión de la bibliografía relevante en esta disciplina económica puede encontrarse en Vives (1986). Textos de referencia ya clásicos en este tema son los de Hay y Morris (1979) y Scherer (1980).

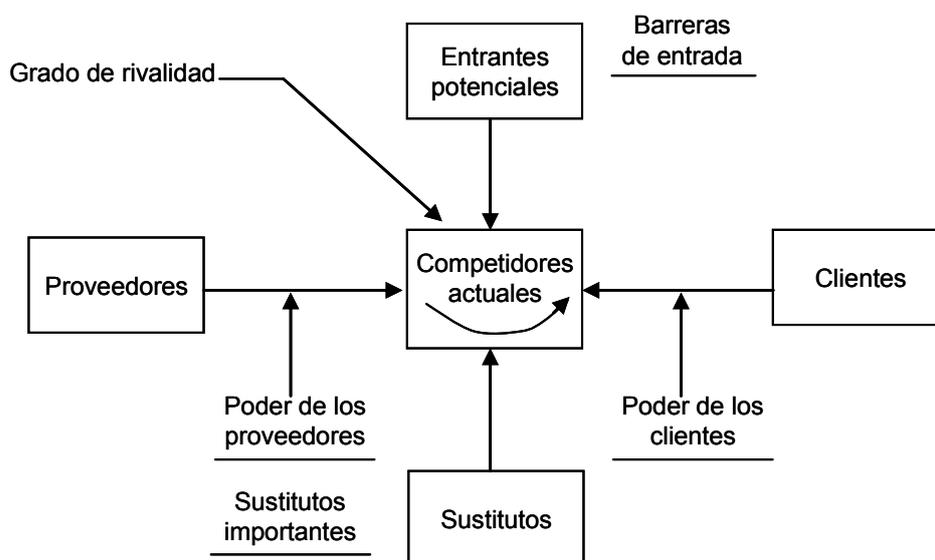
¹¹ Una aportación central a la teoría de los mercados impugnables es la de Baumol et al. (1982).

¹² Véase Ballarín (1986).

De hecho, es probable que este tipo de organización fuese la más eficiente para el tipo de tarea que los reguladores habían diseñado para las entidades de depósito: algo más parecido a una concesión administrativa que a un negocio autónomo –con todos los riesgos e incertidumbres propios del mismo.

Figura 4

Análisis estructural de sectores



Fuente: Adaptado de un gráfico original de Michael Porter, "Competitive Strategy", *The Free Press*, 1980.

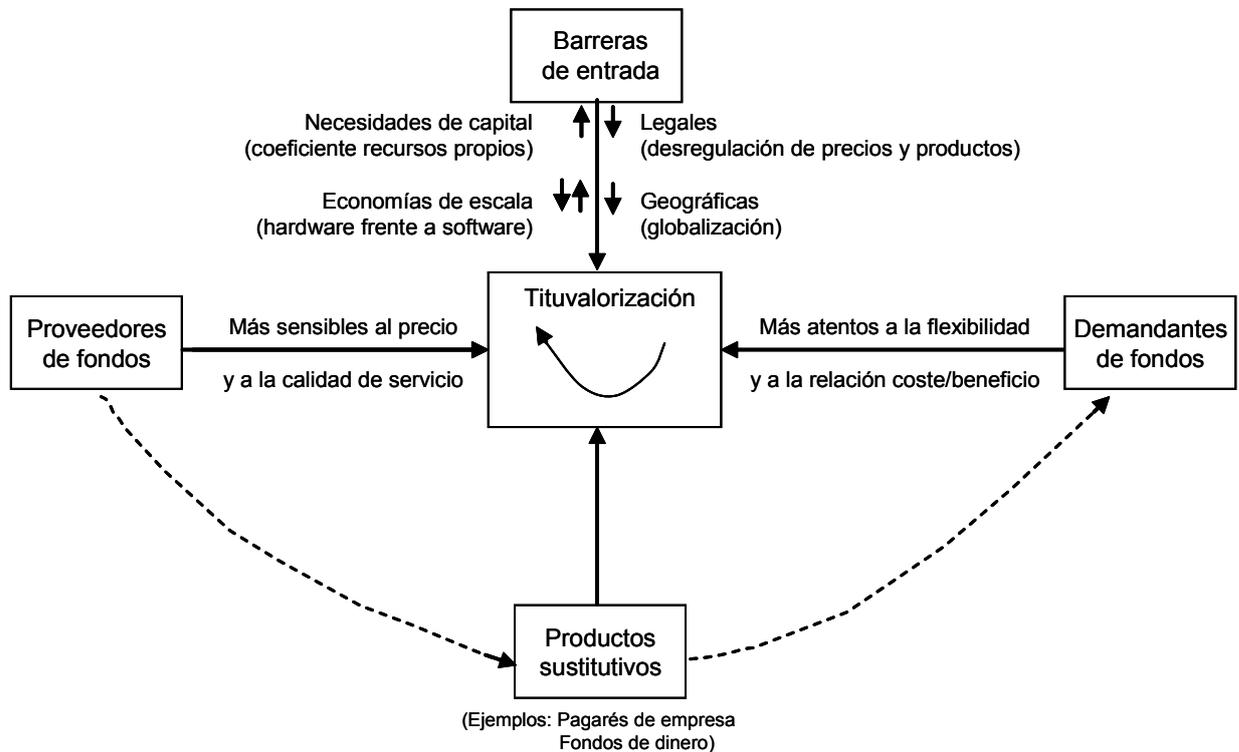
La Figura 5 trata de capturar, de forma sintética, los principales cambios estructurales que ha experimentado el negocio bancario en los últimos años. Para ilustrar la metodología de trabajo, he utilizado el esquema de cinco fuerzas para clasificar los distintos fenómenos.

El factor autónomo que, a mi juicio, más contribuyó a desencadenar el proceso de cambio fueron las elevadas tasas de inflación que el mundo occidental experimentó en los años setenta. Las regulaciones sobre precio generaron automáticamente tasas negativas de interés. Los altos niveles que estas alcanzaron abrieron oportunidades de negocio muy claras a los competidores no bancarios. El resultado fue la aparición de fondos de dinero que ofrecían a sus suscriptores rentabilidades cercanas a las de los mercados monetarios con la liquidez propia de una cuenta a la vista.

Por otro lado, los mejores clientes de activo empezaron a apercebirse de la posibilidad de acudir directamente a los mercados de capitales con la emisión de pagarés de empresa. Tal como se muestra en la Figura 5, estos dos instrumentos –fondos de dinero y pagarés de empresas– ejemplifican muy bien, sin agotarlo, el llamado proceso de desintermediación.

Figura 5

La evolución del sector bancario



Las entidades de depósito conservaron buena parte de sus clientes en virtud de las “relaciones” desarrolladas a lo largo de muchos años. Sin embargo, la existencia de estos “productos” alternativos convirtió a los clientes de activo en más atentos al coste de la financiación otorgada y a la flexibilidad en los servicios de apoyo. Los clientes de pasivo, por su parte, se volvieron más exigentes sobre la calidad del servicio y también sobre la rentabilidad obtenida por sus depósitos. El efecto neto fue una presión considerable sobre los márgenes financieros.

Además, esta presión se vio magnificada por una mayor volatilidad en los tipos de interés, fruto de las tensiones monetarias sobre unos mercados financieros fuertemente segmentados. Entre otras cosas, este proceso puso en primer plano el denominado riesgo de intereses y la necesidad de su control mediante una gestión de activos y pasivos (GAP).

La reacción de las entidades de depósito fue solicitar que se levantaran las restricciones sobre precios y productos para poder enfrentarse en pie de igualdad con los nuevos competidores. En este contexto se insertan las operaciones de desregulación de los tipos de interés pasivos –como la efectuada en España en marzo pasado. Por otra parte, las principales barreras geográficas empezaban a perder su sentido debido a la creciente interpenetración de los mercados de capitales internacionales; es lo que se conoce de forma sintética como el proceso de globalización.

El aspecto más complejo de abordar en el área de barreras de entrada hace referencia al cambio en las economías de escala. A mi juicio, la función de costes ha cambiado de forma diversa en las distintas actividades que componen la cadena de valor¹³. Algo que sabemos con claridad es

¹³ Para un análisis genérico de la noción de cadena de valor véase Porter (1985). Su aplicación en el sector bancario puede consultarse en Ballarín (1986).

que el peso relativo de los recursos invertidos en tecnología ha ido aumentando de forma regular. Ahora bien: el coste de la inversión en hardware –especialmente si lo medimos en términos de transacciones, ha disminuido con toda probabilidad. Además, en muchas ocasiones es posible subcontratar el servicio –lo que variabiliza el coste. Y los costes variables no suelen ser buena fuente de barreras de entrada.

Por otro lado, los costes de software han crecido de forma clara y con dos consecuencias importantes. La primera es que el desarrollo de nuevas aplicaciones debe, con frecuencia, hacerse internamente si lo que se pretende es conseguir ventajas competitivas sostenibles. La segunda –consecuencia de la anterior– es que la inversión en software suele tener un valor residual muy pequeño si el desarrollo no resulta ser satisfactorio. Esto hace que las inversiones de este tipo puedan generar barreras de entrada muy potentes, pero, por la misma razón, que también conlleven un grado mayor de riesgo.

El resultado neto de todo este proceso ha sido que el negocio bancario se ha convertido en más arriesgado. Y la respuesta lógica de los reguladores ha sido aumentar los coeficientes de garantía (o de fondos propios). Lo cual eleva las barreras de entrada –expresadas como necesidades de capital– pero hace más imperativo potenciar la rentabilidad sobre activos (RSA), para compensar la menor capacidad de apalancamiento financiero (AF) y seguir obteniendo una satisfactoria rentabilidad sobre recursos propios (RRP). Esta relación se explicita en el conocido desglose básico de rentabilidad¹⁴:

$$\frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Recursos propios}} = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Activos}} * \frac{\text{Activos}}{\text{Recursos propios}}$$

$$\text{RRP} = \text{RSA} * \text{AP}$$

La tesis central de esta ponencia es que la tituvalorización (en el sentido de S2) supone un cambio estructural –y por lo tanto con visos de permanencia– de los sistemas financieros del mundo occidental. Esto es así porque la movilización de activos y su transformación en títulos-valores por parte de las entidades bancarias *no es sino el eje central de la respuesta competitiva que los bancos han desarrollado frente a los cambios descritos*. Así lo hemos representado en el cuadro central de la Figura 5.

En efecto: la movilización de los activos suele hacerse con márgenes muy pequeños, pero la inversión en activos es todavía menor, con lo que la RSA resulta potenciada. Por otra parte, la mera conversión de la inversión crediticia en títulos-valores aumenta la liquidez de los recursos –lo que tiene el efecto de aumentar la flexibilidad de reacción y, por tanto, de disminuir el riesgo. Un corolario importante es que la gestión de activos y pasivos (GAP) se ve notablemente potenciada. Además, la tituvalorización supone por sí misma un cambio en la estructura de vencimientos y, con toda probabilidad, una reducción de la “brecha” que los mide. Finalmente, la creación de nuevos títulos-valores con unas características propias puede facilitar el acceso a nuevos segmentos de mercado y, por consiguiente, aportar nuevas fuentes de fondos.

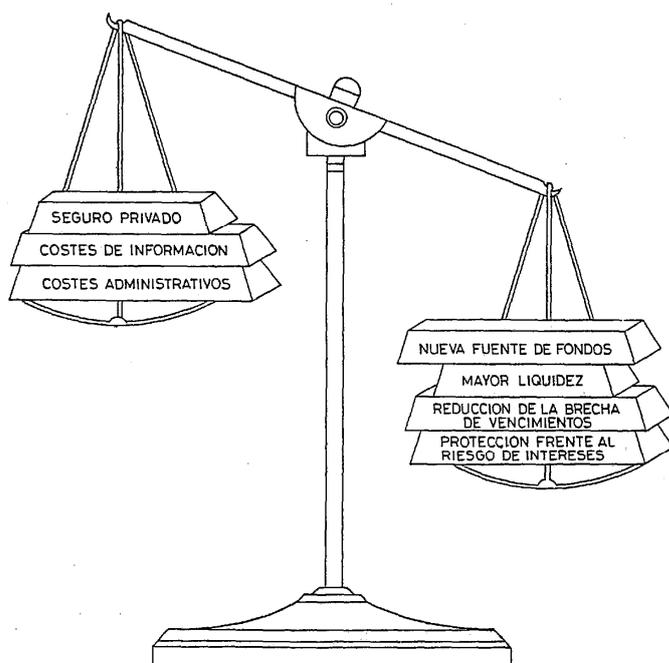
La Figura 6 resume estos factores, contrapesándolos –en una suerte de análisis visual coste/beneficio– con los principales costes que comporta. Los principales son de orden informático-administrativo. Aunque pueda parecer sorprendente al no iniciado, la transformación

¹⁴ Como es bien sabido, la tendencia actual en muchos países es establecer las exigencias de recursos propios no en base a los pasivos totales, sino en función de los activos, ponderados por su nivel de riesgo. Para muchas entidades, esto hace todavía mayores las nuevas necesidades de fondos propios.

de préstamos en títulos-valores requiere el desarrollo de un conjunto de sistemas y aplicaciones que no son en absoluto triviales. Pero –como hemos mencionado antes– los desarrollos recientes de tecnología de la información tienden a abaratar este coste de forma sustancial.

Figura 6

Análisis coste/beneficio de la tituvalorización



Fuente: Adaptado de un gráfico original de Christine Pavel, Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives (1986).

En algunos casos, la tituvalorización requiere la contratación de un seguro privado. En tales situaciones, este factor debe añadirse en el lado de los costes.

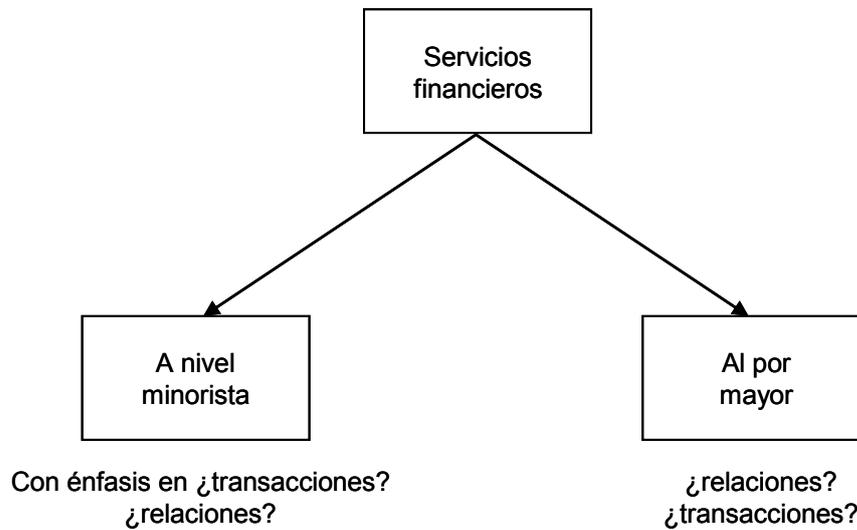
En la medida en que persistan la volatilidad de los tipos de interés, las mayores exigencias de recursos propios, las presiones competitivas por parte de oferentes y demandantes de fondos y la tecnología de la información siga abaratando el coste de las transacciones, la lógica profunda de la tituvalorización seguirá siendo válida. Y la transformación de los mercados financieros seguirá produciéndose en esta dirección.

* * * *

El segundo nivel de análisis que quiero desarrollar en esta ponencia hace referencia a consideraciones de otro orden. Concretamente, a factores que pueden determinar la postura singular –y por tanto estratégica– de cada entidad bancaria determinada.

Figura 7

¿Cómo conseguir ventajas competitivas?



La Figura 7 se refiere a una distinción importante en el proceso competitivo que está teniendo lugar en el sector de servicios financieros. Me refiero a la alternativa entre poner énfasis en *transacciones* o en *relaciones* para desarrollar ventajas competitivas sostenibles en este negocio. La desagregación (*unbundling*) de los servicios bancarios fomenta un enfoque de “transacciones”. Al mismo tiempo, los modernos sistemas de contabilidad analítica en entidades financieras hacen también hincapié en las transacciones como unidad de referencia básica en la acumulación de costes.

Sin embargo, dista de ser claro que el énfasis en transacciones sea un desarrollo favorable para el sector desde el punto de vista de la rentabilidad potencial que pueda obtener un competidor concreto. Si todos los servicios financieros los reducimos a transacciones aisladas, la capacidad de diferenciar la oferta específica de cada entidad se reduce. En otras palabras, los servicios bancarios se estandarizan (se convierten en *commodities*) –lo que fuerza a competir todavía más en términos de precio, con las consiguientes presiones adicionales sobre los márgenes.

No se trata de un dilema fácil. Hay mecanismos de racionalización (como la necesidad de controlar costes y rentabilidades) que reclaman poner el acento en las transacciones. Pero ello no significa que la estrategia comercial deba basarse en los mismos principios.

Por otra parte –y para complicar la cuestión todavía más–, el dilema está lejos de poder resolverse de forma homogénea en los dos principales segmentos del negocio bancario: el minorista y el mayorista. Esto es lo que se representa en la Figura 7.

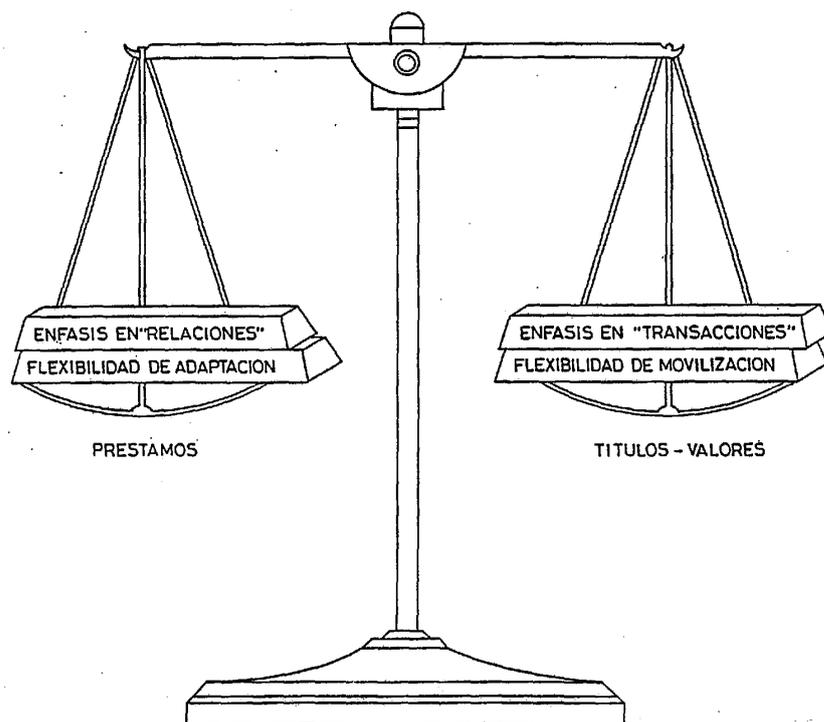
Estas consideraciones resaltan uno de los peligros importantes que la tituvalorización comporta para las entidades financieras: el deterioro de “relaciones” sólidas con clientes importantes.

Desde este punto de vista, las ventajas e inconvenientes del título-valor respecto del préstamo tradicional aparecen como más equilibradas. Si bien es cierto que el título-valor confiere a la empresa no financiera una mayor flexibilidad de movilización, también lo es que, a veces, lo que se requiere es una mayor flexibilidad de adaptación. Es decir, la capacidad de modificar con cierta agilidad las condiciones originales en las que se negoció el préstamo a nuevas circunstancias operativas, no previsibles en su momento.

Este caso se da con claridad en la financiación de proyectos a largo plazo destinados a explotar recursos naturales o a permitir la realización de proyectos de macroingeniería. En *project financing* es prácticamente imposible que el prestatario no requiera en algún momento adaptar el entramado financiero a nuevas condiciones de explotación. Es en este momento cuando la relación más estrecha que comporta el préstamo tradicional revela todo su valor. La Figura 8 trata de representar visualmente estas consideraciones.

Figura 8

Préstamos frente a títulos-valores



En cierto modo, esto no es sino la reformulación de las ventajas tradicionales de la financiación bancaria como apoyo seguro en un "día de lluvia". Lo que sucede es que las empresas no financieras son ahora mucho más sofisticadas en visualizar bajo qué circunstancias pueden encontrarse inmersas de forma inesperada en un chubasco.

Desde mi punto de vista, las fuerzas estructurales que propulsan la tituvalorización son demasiado profundas para que puedan ser contrapesadas por la necesidad estratégica de desarrollar y sostener "relaciones integrales" con los clientes. Las entidades financieras deberán ingeniárselas para cultivar las relaciones, incluso cuando estas se concreten en la emisión y distribución de títulos-valores en lugar de en la concesión de préstamos.

* * * *

El Cuadro 2 resume algunas de las consideraciones anteriores y añade algunos elementos adicionales al panorama general. Es evidente para mí que la tituvalorización supone unas ventajas importantes para las empresas no financieras. Amplía el abanico de las fuentes de financiación y las

hace más movilizables en un momento dado. Por tanto, el empresario ve aumentada su flexibilidad para reestructurar su pasivo en función de la cambiante situación de su negocio¹⁵.

Cuadro 2

Implicaciones de la tituvalorización para:

- * DIRECCION DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
 - Mayor abanico de fuentes de financiación
 - Mayor flexibilidad para reestructurar el pasivo (posible revisión “base cero”)
- * REGULADORES DEL SISTEMA
 - Microliquidez frente a macroliquidez
 - Incidencia sobre la política monetaria
- * ENTIDADES FINANCIERAS
 - Mayor liquidez
 - Mejor gestión del riesgo de intereses
 - Mayor apalancamiento de la rentabilidad sobre fondos propios
 - Oportunidades de desarrollar estrategias horizontales

Si esto es así, cabe esperar que el menor riesgo financiero que esta situación comporta se traduzca en una disponibilidad del empresario para tomar mayores riesgos operativos. En lenguaje llano, esto quiere decir mayores inversiones en inmovilizado y existencias. Esto es: en lo que los macroeconomistas denominan “inversión real”¹⁶.

Esto es solo una hipótesis de trabajo que está esperando los oportunos estudios empíricos que la corroboren. Pero si resulta fundada, la solidez –y por tanto la perdurabilidad– del proceso de tituvalorización, resulta notablemente fortalecida.

Los más inquietos por el proceso de tituvalorización son, sin duda, los reguladores del sistema. Les preocupa que la evidente mayor liquidez que el cambio reporta para las entidades individuales no signifique necesariamente una mayor liquidez para el sistema en su conjunto. La dispersión de riesgos que la tituvalorización comporta hace concebible una contracción inesperada de los mercados¹⁷. En un escenario de este tipo, la capacidad de movilizar los títulos-valores podría desaparecer como por ensalmo.

Por otro lado, es evidente que la tituvalorización comporta mayores dificultades para la definición de la variable a usar como objetivo intermedio en la articulación de la política monetaria. Mi opinión personal, sin embargo, es que la tituvalorización puede acabar evidenciando –por reducción al absurdo– que ampliar continuamente el agregado puede no ser el mejor enfoque. Al final del camino, no hay más remedio que controlar la deuda total del sistema –lo que puede crear más problemas de los que resuelve.

¹⁵ Tanto es así que en Estados Unidos se ha desarrollado una práctica denominada “revisión base-cero” del pasivo. Esta es una terminología que se ha tomado prestada de una técnica presupuestaria desarrollada en los años setenta para analizar y controlar en profundidad los gastos generales de una empresa. Esta técnica subsiste hoy en día bajo la denominación OVA – *Overhead Value Analysis*.

¹⁶ Que es, claro está, la que genera nuevos puestos de trabajo.

¹⁷ Véase Bryan (1987).

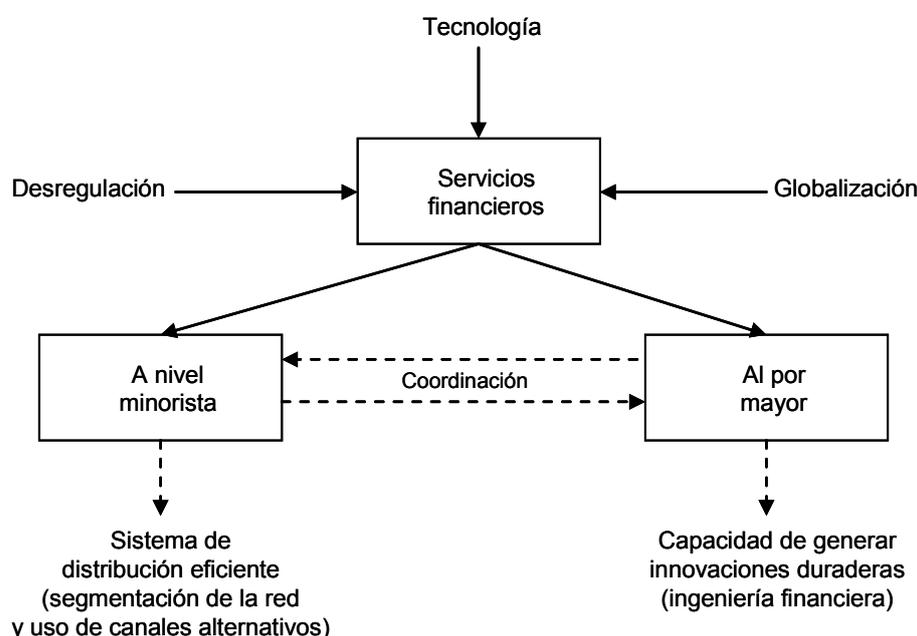
En este sentido, la tituvalorización puede tener un importante efecto secundario: inducir a la autoridad monetaria a reducir en vez de ampliar el agregado que se utiliza como objetivo intermedio.

Por lo que a las entidades de depósito se refiere, ya hemos analizado varias de las principales ventajas que la tituvalorización puede reportar: mayor liquidez, mejor gestión del riesgo de intereses y capacidad de apalancar más la rentabilidad sobre fondos propios.

Por último, quisiera resaltar que la tituvalorización puede permitir el desarrollo de lo que se ha dado en llamar "estrategias horizontales", basadas en las interrelaciones existentes entre las distintas áreas de negocio. Esto es lo que se esquematiza en la Figura 9.

Figura 9

Áreas clave de negocio en el sector de servicios financieros



Esta Figura nos recuerda que el sector de servicios financieros está experimentando una triple presión, generada por la liberalización del marco regulador, la globalización de los mercados de capitales y el desarrollo de la tecnología de la información.

Este proceso de cambio se traduce internamente en la aparición de unas *áreas clave de negocio*, entendidas como el número limitado de actividades que deben hacerse especialmente bien para tener éxito a largo plazo. A mi juicio, en la situación actual del sector, tales áreas son esencialmente tres¹⁸:

1. Para el sector minorista, la eficiencia en costes –lo que pasa por la *racionalización y segmentación de los canales de distribución*.
2. Para el sector mayorista, la *capacidad de generar innovaciones sostenibles*, lo que requiere una gestión eficaz de la función de investigación y desarrollo.

¹⁸ Para una mayor justificación de este punto, véase Ballarín (1986).

3. Para la entidad en su conjunto, la habilidad de *coordinar eficazmente las dos anteriores áreas de negocio*.

En un sector cada vez más globalizado, resulta útil reflexionar sobre las ventajas relativas de cada tipo de banca. En particular, las referencias internacionales –con toda la simplificación que comportan– suelen resultar, cuando menos, fuente de reflexiones provocadoras.

Si el negocio bancario requiere liderazgo en costes, está justificado preocuparse por las ventajas comparativas de aquellos sistemas –como los japoneses– que se han mostrado especialmente brillantes en esta dimensión.

Por lo que a ingeniería financiera se refiere, la concentración de talento intelectual en las mejores instituciones norteamericanas también debe ser motivo de reflexión. Hoy en día, los mejores departamentos de finanzas no están ya en las universidades punteras de Estados Unidos, sino en los *investment banks* más dinámicos. En este contexto, no resulta indudablemente fácil competir en capacidad de innovación.

Ahora bien, si los bancos europeos pueden estar en desventaja en estas dos áreas clave –liderazgo en costes y capacidad de innovación–, es posible que la tercera dimensión –la actividad de coordinación– les esté deparando una oportunidad competitiva verdaderamente única.

En efecto, la creciente tituvalorización requiere eventualmente su apalancamiento a través de los canales minoristas. Por tanto, es la conjunción de ambos factores –capacidad innovadora y distribución– lo que puede separar las entidades auténticamente excelentes del resto. Esto significa que las entidades con vocación, experiencia y capacidades de banco universal pueden estar en situación especialmente privilegiada para capitalizar favorablemente en el signo de los tiempos.

Si esto es así, los bancos europeos –que a diferencia de los americanos y japoneses– han tenido tradicionalmente unidas sus actividades minorista y mayorista, pueden tener una ocasión única de evidenciar su superior competitividad.

Pero esto no es más que un escenario posible. Su materialización real ha de costar mucho esfuerzo y habilidad para concretar una oportunidad genérica en las acciones correctas día a día.

No ha de ser fácil. Pero será sin duda una actividad que no dejará mucho espacio al aburrimiento. Para tesoreros y planificadores, los años próximos pueden ser buenos o malos –soy incapaz de predecirlo. Lo que puedo afirmar con seguridad es que no serán anodinos.

Referencias

- Ballarín, E. (1987), "La Transformación del Negocio Bancario", *Papeles de Economía Española*, Suplementos sobre el Sistema Financiero, nº 17.
- Ballarín, E. (1986), "Commercial Banks amid the Financial Revolution", Cambridge, MA: Ballinger.
- Bryan, L. L. (1987), "The Credit Bomb in our Financial System", *Harvard Business Review*, enero-febrero.
- Baumol, W. J., J. C. Panzar y R. D. Willig (1982), "Contestable Markets and the Theory of Industry Structure", Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Fabozzi, F. F. (1985), "The Handbook of Mortgage-Backed Securities", Chicago, IL: Probus Publishing.
- Ghemawat, P. (1986), "Sustainable Advantage", *Harvard Business Review*, septiembre-octubre.
- Hay, D. A. y D. J. Morris (1979), "Industrial Economics: Theory and Evidence", Oxford: Oxford University Press.
- Lamfalussy, A. (1986), "Is Change Our Ally?", *The Banker*.
- Miller, M. H. (1986), "Financial Innovation: The Last Twenty Years and and the Next", *Revue de la Banque*, nº 7, septiembre.
- Pavel, C. (1986), "Securitization", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 10, nº 4.
- Porter, M. (1980), "Competitive Strategy", Nueva York: The Free Press.
- Porter, M. (1985), "Competitive Advantage", Nueva York: The Free Press.
- Porter, M. (1986), "Competition in Global Industries", Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Rappaport, A. (1986), "Creating Shareholder Value: The New Standard in Business Performance", Nueva York: The Free Press.
- Scherer, F. M. (1980), "Industrial Market Structure and Economic Performance", 2ª ed., Chicago: Rand McNally.
- Stevenson, M. (1987), "The Risk Game: A Survey of International Banking", *The Economist*, 21 de marzo de 1987.
- Tobin, J. (1984), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, julio.
- Van Horne, J. (1985), "On Financial Innovation and Excesses", *The Journal of Finance*, vol. XL, nº 3.
- Vives, X. (1986), "Competencia Estratégica en la Teoría de la Organización Industrial", *Revista Española de Economía*, vol. 3, nº 1, págs. 111-149.