

La titulización: el instrumento para la reactivación del crédito

Oscar Ibáñez-Velasco*

La ausencia de crédito a la economía real tanto en España como en Europa, pese a la mejora de la liquidez en los balances de los bancos europeos, ha puesto de manifiesto la necesidad de que las autoridades económicas tomen otro tipo de medidas a las ya propuestas. La conclusión ha sido unánime por todos los agentes económicos, incluidos el BCE o el Banco de Inglaterra: la reactivación del mercado de titulizaciones en Europa es esencial para conseguir la reactivación del crédito.

En España la reactivación del mercado de titulización parece ser una necesidad imperiosa para cerrar el ciclo recesivo en la economía. Sin embargo, no parece que sin un apoyo claro de las autoridades europeas pueda darse el caldo de cultivo imprescindible para que la titulización vuelva a ser un instrumento eficiente de financiación y/o de reducción del riesgo de las entidades financieras. En este artículo examinamos cuál es la situación de la titulización en España, su evolución pasada y la previsión sobre el producto en España y en Europa.

Después de siete años sin un mercado de titulización eficiente tras su estigmatización por la crisis *subprime* en Estados Unidos, y con la introducción de medidas normativas que han supuesto, en su mayor parte, barreras para su reactivación, las autoridades mundiales han puesto el énfasis en la recuperación de este mercado como canal necesario para la reactivación del crédito desde las entidades bancarias al sector privado. De esta forma, la titulización ha pasado de ser el causante (o al menos el distribuidor de sus efectos) de la crisis a ser su posible solución.

Este cambio de postura oficial se debe al reconocimiento de que la titulización, por sí misma, no es un instrumento nocivo para la economía, sino que solo la utilización de la misma de forma generalizada, con estructuras opacas y sin control puede ser un virus que contamine a la economía global del planeta. Mientras que su utilización de forma controlada, transparente y con estructuras simples y activos subyacentes de calidad tiene grandes beneficios para la economía: (i) permite estabilizar los precios a través del traslado de la liquidez al crédito y desde

* A.F.I. - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

ahí al consumo; (ii) es un estabilizador financiero gracias al reparto entre los distintos actores financieros de un riesgo conocido, que reduciría en situaciones de crisis la correlación entre la salud financiera de los agentes expuestos a los riesgos; y (iii) permite reducir los costes de los préstamos y la canalización de la liquidez de las entidades financieras hacia el sector privado.

La idiosincrasia de la titulización en España

La idiosincrasia de la economía española hace del mercado de titulización español un mercado tradicionalmente muy dependiente de la evolución del mercado inmobiliario. La titulización en España, de hecho, nació en 1992 con el objetivo de beneficiar el acceso al mercado de vivienda de los españoles, a través de la titulización de préstamos hipotecarios que permitiría abaratar el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda. Posteriormente, la legislación se desarrolló para que tuvieran cabida otros activos subyacentes en las titulizaciones, lo que amplió la tipología de posibles originadores de titulización a no solo

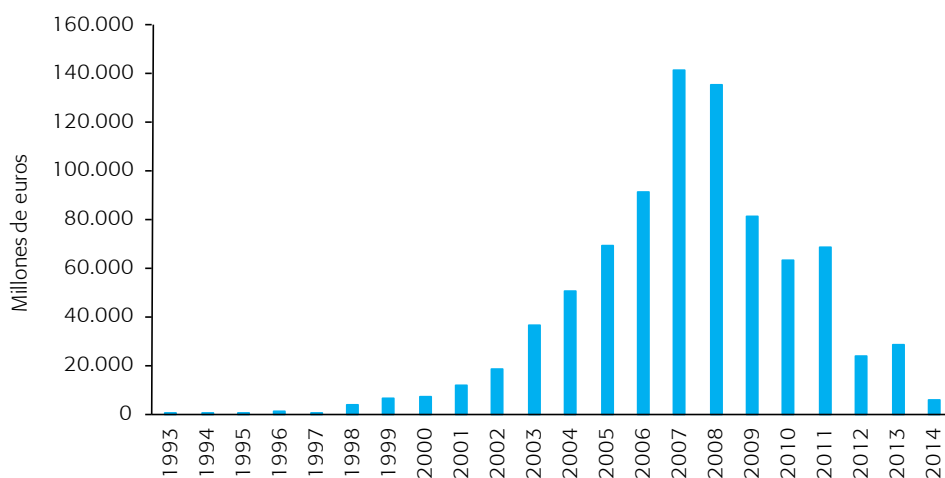
entidades bancarias sino a otro tipo de entidades que poseían activos generadores de flujos de caja futuros.

No fue, en cualquier caso, hasta la creación del euro, con la llegada de potenciales inversores europeos (fondos, bancos, aseguradoras,...) el momento en que las entidades españolas comenzaron a titular activamente, con un claro auge de emisiones a partir de los primeros años de la década del 2000.

El inicio de la titulización, por tanto, estuvo muy vinculada al mercado inmobiliario, con un claro carácter bancario¹ siendo la emisión de RMBS (*Residential Mortgage Backed Security*) el principal tipo de titulizaciones emitidas y colocadas en España. Esta característica se ha mantenido hasta la actualidad, donde la presencia de entidades no bancarias en la originación de titulizaciones ha sido testimonial y solo la titulización del déficit eléctrico español (con casi 25.000 millones emitidos) y ocasionalmente alguna emisión del sector público (ICO) han matizado el cariz bancario del producto.

Gráfico 1

Evolución de emisiones de bonos de titulización en España*



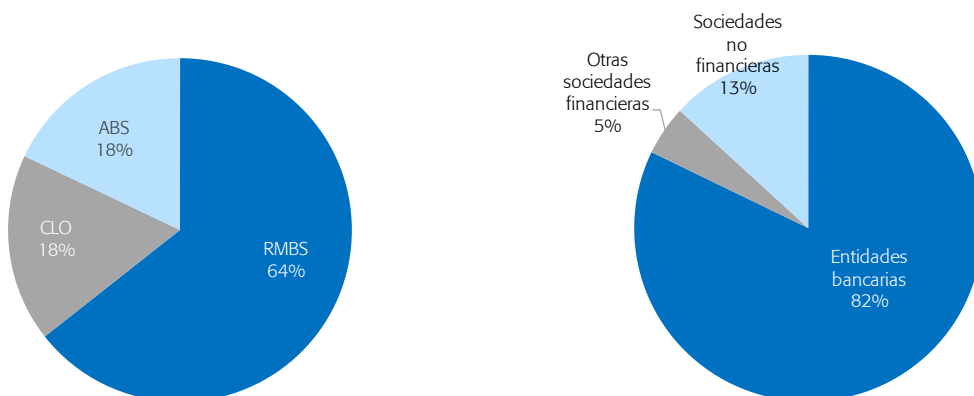
Nota: Incluye la titulización de cédulas hipotecarias multicedentes.

Fuentes: CNMV, AFI.

¹ Bancos, cajas y cooperativas de crédito.

Gráficos 2 y 3

Saldo vivo de bonos de titulización en España por tipo de titulización (junio de 2014)



Fuentes: CNMV, AFI.

De esta forma, la titulización (y su evolución) en España no puede entenderse sin analizar la situación y el comportamiento de las entidades bancarias españolas y el efecto de la crisis sobre ellas y sus activos.

La titulización en España durante la crisis

En España, como sucedió en el resto de países europeos, el estallido de la crisis cerró el mercado primario de bonos de titulización, a excepción de algunas colocaciones privadas o de las colocaciones de los bonos de titulización del déficit de amortización eléctrico (FADE). Julio de 2007 es el mes donde se observa la última colocación pública de bonos de titulización españoles. A partir de entonces, ni los diversos programas de garantía de los bonos (FTPYME, FTGENCAT o FTVPO, entre otros) ni los esfuerzos de los diversos foros de titulización creados han dado con la tecla que permita reactivar el mercado de titulización aunque, sobre todo en los años que siguieron al comienzo de la crisis, se siguieron creando nuevos fondos de titulización (en 2008 el saldo superó los 60.000 millones) con el único objetivo de tener colateral para la obtención de financiación en las operaciones del Eurosistema o para favorecerse de otros

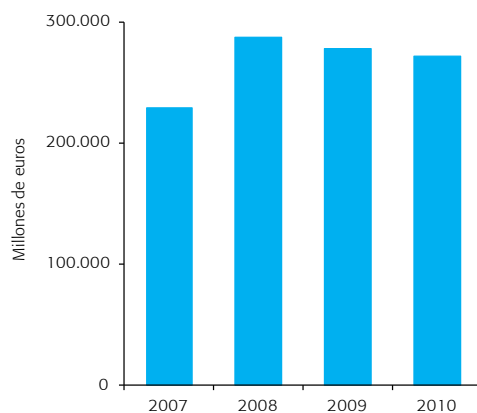
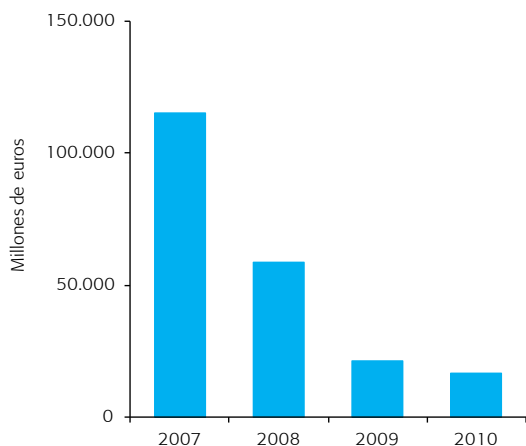
programas dirigidos a proporcionar liquidez a las entidades financieras. En España, el Fondo de adquisición de activos financieros (2008) compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización con la máxima calificación crediticia mediante un sistema de subastas que se llevaron a cabo a finales del 2008 y principios del 2009, por un importe total de 19.341 millones de euros.

La reducción de emisiones, no obstante, se ha hecho año a año más patente y en 2010 el saldo emitido (y retenido) apenas superó los 16.000 millones de euros (sin incluir la titulización de cédulas hipotecarias multicedentes). Pese a todo, el saldo vivo disponible por las entidades españolas se mantuvo constante durante los primeros años de la crisis debido a la amortización *pass-through* de los bonos, lo que permitió mantener un nivel estable de activos de titulización que pudieran descontarse en el Banco Central Europeo (BCE).

Esta situación se ha mantenido durante los años siguientes. La ausencia de mercado primario de titulización y las altas exigencias del BCE para el descuento de los bonos de titulización (descuento del tramo senior, exigencia de cada vez mayores *ratings* y los elevados *haircuts* aplicados por el BCE), unidos al endurecimiento de los requisitos para titular por parte de las agencias de *rating*

Gráficos 4 y 5

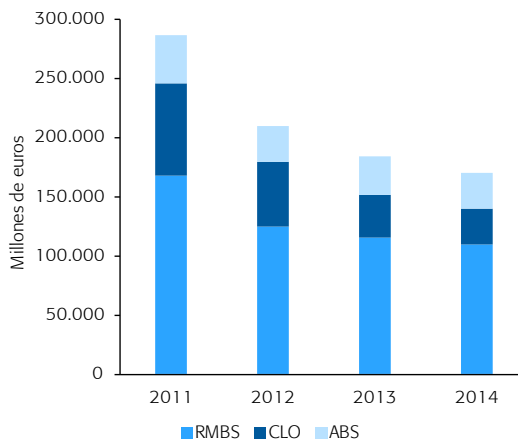
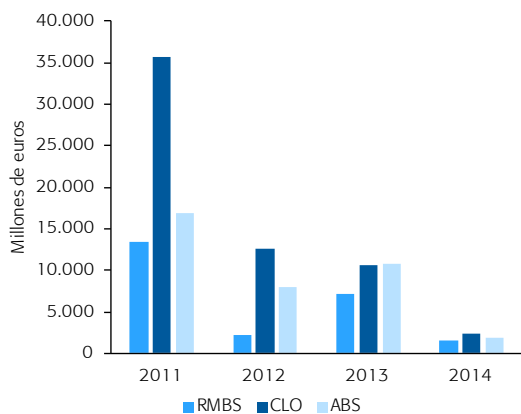
Emisiones de titulización en el comienzo de la crisis y saldo vivo



Fuentes: CNMV, AFI.

Gráficos 6 y 7

Emisiones de titulización en el comienzo de la crisis y saldo vivo



Fuentes: CNMV, AFI.

(menor porcentaje de tramo senior concedido, exigencias de mayores fondos de reserva y requisitos de *rating* para ser contrapartida del *swap* o para ser proveedor de las cuentas del Fondo), hicieron que los costes de originar fondos de titulización se incrementaran y dejaran de ser rentables para las entidades. La reducción del saldo vivo de la titulización ya se ha hecho patente y de los casi 300.000 millones de 2008 se ha pasado a

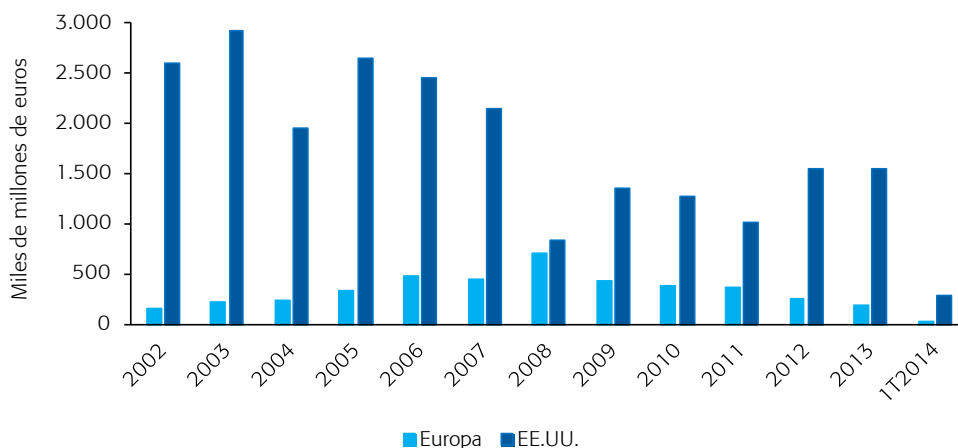
170.000 millones en junio de 2014 (incluyendo el saldo vivo del FADE).

La titulización en otras jurisdicciones

El cierre de mercado para la titulización no es un fenómeno único para España. En el resto del mundo también se ha producido con una inten-

Gráfico 8

Emisiones de titulización en EE.UU. y Europa



Fuentes: CNMV, AFI.

idad similar, si bien las características propias de cada mercado hacen que exista divergencia entre las distintas jurisdicciones tanto en la utilización de la titulización como en el tipo de colateral utilizado.

Así, por ejemplo, en el “país de las titulizaciones”, Estados Unidos, el estigma de las mismas se hizo notar en 2007 y 2008, sin embargo, su recuperación, si no total, sí ha sido significativa comparada con el caso de Europa.

En Europa, aunque la característica común es la ausencia de un mercado primario eficiente de titulización desde el comienzo de la crisis, cada país ha tenido su propio comportamiento dependiendo de la idiosincrasia de su propio mercado.

- El mercado de titulización tradicional francés estaba vinculado tanto a la emisión de RMBS como de ABS de consumo, sin embargo, la crisis ha cambiado el perfil de sus titulizaciones reduciendo la emisión de titulizaciones hipotecarias utilizando ese colateral para emisiones de *covered bonds*, situación similar a la sucedida en otras jurisdicciones europeas.
- En Alemania la crisis *subprime* terminó con las nuevas emisiones de RMBS. Al igual que

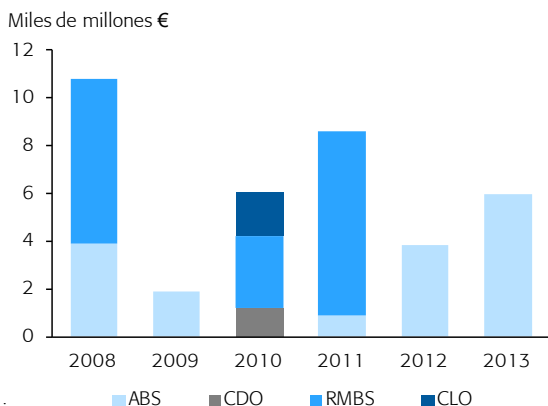
en el caso francés, se produjo un fuerte trasvase desde la emisión de titulizaciones hipotecarias hacia otros productos colateralizados de menor riesgo y coste.

- En Holanda y Reino Unido, países con alta tradición en emisiones de titulizaciones RMBS, la crisis impactó de forma significativa en 2009. Sin embargo consiguieron recuperarse en parte en 2010 gracias a la titulización de carteras de préstamos de alta calidad. Sin embargo, el mercado está lejos de ser el que era antes de la crisis y los riesgos existentes todavía en el mercado de la vivienda de los países europeos pueden lastrar la recuperación.
- Los casos italiano y portugués siguen una pauta similar a la de España. Eran mercados muy dependientes del sector inmobiliario, con emisiones de RMBS principalmente. La llegada de la crisis paralizó la colocación de bonos de titulización en mercado, no así la creación de fondos, que siguieron creándose con el objetivo de retener como colateral para las operaciones del Eurosistema. No obstante, hay una clara diferencia entre los tres y está en el mercado de titulizaciones de deuda de empresa. Italia tiene, al igual

Gráfico 9

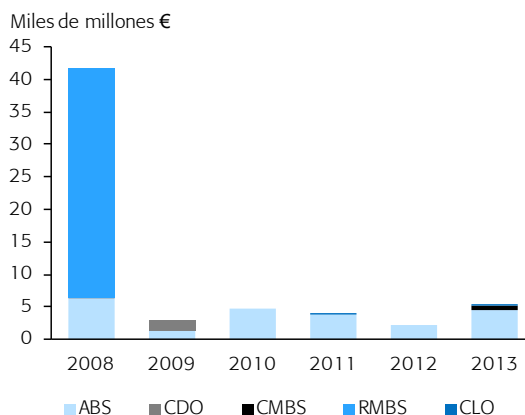
Emisiones de titulización en Europa por país

Francia



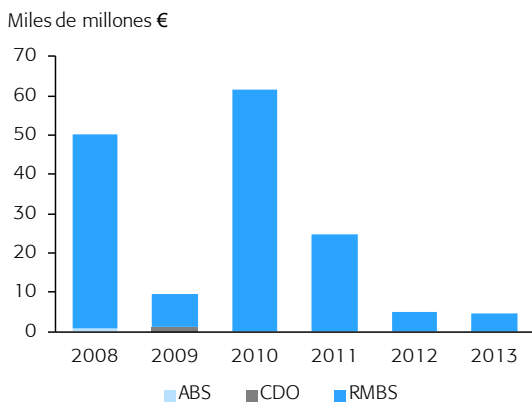
Fuente: AFME.

Alemania



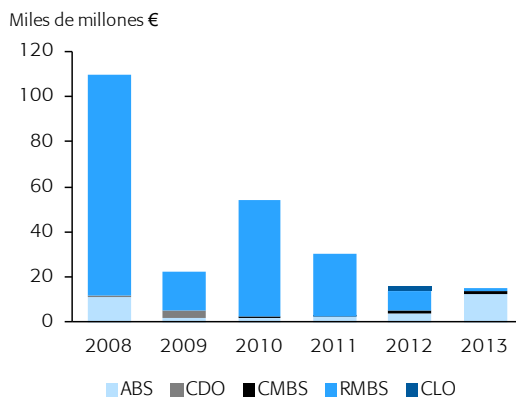
Fuente: AFME.

Holanda



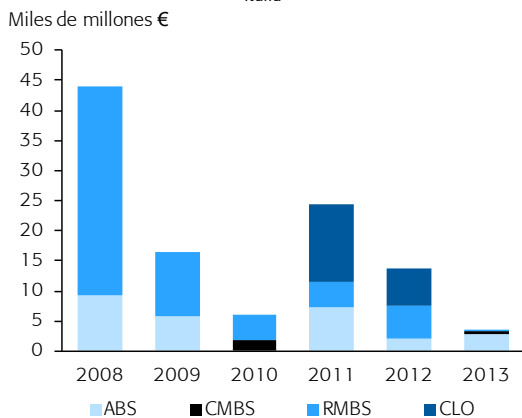
Fuente: AFME.

Reino Unido



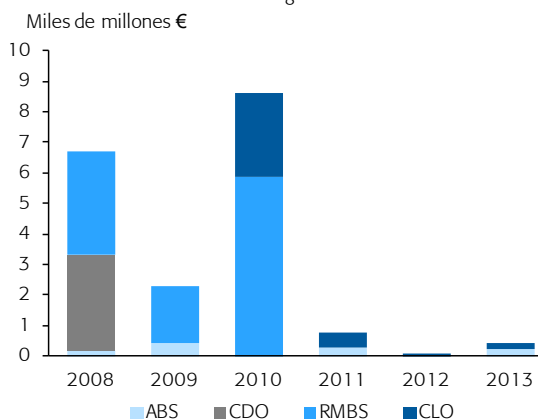
Fuente: AFME.

Italia



Fuente: AFME.

Portugal



Fuente: AFME.

que Francia, una fuerte tradición de titulación mediante programas conduit de ABCP, mientras que en España estas estructuras son prácticamente inexistentes.

La reactivación del crédito y el futuro de la titulación

Tras meses de búsqueda de un mecanismo que permita la reactivación del crédito en Europa, parece que existe un consenso generalizado en que el instrumento que fue parte en la creación y distribución de la crisis, la titulación, pasa a ser la posible solución. Y es que, tras el anuncio del BCE sobre la puesta en marcha de un programa de compras de ABS, la titulación ha sido centro de todas las miradas del mundo financiero al empezar a ser considerada como la solución más eficiente para reactivar la concesión de crédito. El propio Banco de Inglaterra se ha unido al BCE para remarcar la importancia de la titulación como instrumento para terminar con la restricción del crédito en Europa.

¿Dónde puede estar la clave para la reactivación del mercado de titulación? La diferente idiosincrasia de la titulación en Europa hace difícil encontrar medidas generales y homogéneas para reactivar el mercado. No cabe duda de que el descenso en los *spread* de crédito de las titulaciones en los últimos meses muestra una clara tendencia hacia la reactivación del mercado, pero aún queda mucho por hacer. Los originadores aún no están dispuestos a emitir titulaciones a mercado, principalmente por dos razones: (i) por el *spread* exigido por los inversores, aún muy alto respecto a lo que pueden pagar los activos colaterales y /o lo que están dispuestos a pagar las entidades; y (ii) por la limitación de colateral debido al desapalancamiento de las entidades (principalmente las españolas), que prefieren usarlo como colateral de productos más eficientes en precio y con mayor facilidad de colocación, como los *covered bonds* (las cédulas hipotecarias en el caso español). En este caso se produce el dilema de la titulación: para poder titular se necesita colateral, pero las entidades no están

dispuestas a dar más préstamos sin un mecanismo eficiente de limitación de riesgo y de creación de financiación, como sería la titulación.

La reactivación de la titulación en Europa

El mercado necesita un detonante que vuelva a poner en marcha el circuito de la titulación en Europa en general y en España en particular, con el último fin de reactivar el crédito. Este detonante podría ser el programa de compras de ABS del BCE. Si bien, no parece factible que este programa tenga el éxito deseado si no se incluyen en él la compra de tramos *mezzanines* que permitan la transferencia del riesgo de los activos y, de esta forma, que las entidades puedan reducir sus exigencias de capital.

Asimismo, los diferentes agentes del mercado están pidiendo otra serie de medidas necesarias para reactivar el mercado de titulación europeo:

- Mejoras en el marco regulatorio, que hasta ahora ha sido muy restrictivo con las titulaciones. En este sentido, la inclusión final de las titulaciones como activo de alta liquidez para la ratio LCR de liquidez de las entidades financieras podría ser un paso adelante, aunque no decisivo. Cabe destacar que en Estados Unidos las titulaciones no serán consideradas como activos de alta calidad.
- Una definición homogénea interpaíses (en la medida de lo posible) de la información a facilitar a inversores o de las plantillas de los folletos de emisión permitiría al acceso al mercado de nuevos inversores e incluso la definición de una titulación *qualifying* que garantice a los inversores un estándar de calidad.
- Un mejor tratamiento por parte de las agencias de *rating*, que reduzca las exigencias de mejoras crediticias en los fondos de titulación de calidad o la eliminación del techo de *rating* derivado de la calificación soberana del país donde son originados los activos colaterales.

La inclusión de este tipo de medidas debe ser el paso previo para la reactivación del mercado de

la titulización en Europa y de este modo conseguir que el flujo del crédito retorne a la economía.