



Activos financieros estructurados

Javier Pazos

Una actividad que cobrará especial relevancia en el mercado financiero, que se configurará a raíz de la implementación de la Unión Monetaria Europea y del euro, es la financiación estructurada.

A continuación, me referiré a la financiación estructurada como el conjunto de técnicas financieras y legales que permiten a agentes económicos convertir activos financieros de muy diversa naturaleza, tales como préstamos, documentos de crédito, y derechos futuros derivados de una explotación económica, en títulos valor homogéneos de alta calidad crediticia, susceptibles de ser adquiridos por inversores institucionales incorporándolos a las carteras de valores que gestionan (esquema 1).

Antes de analizar en mayor detalle las razones por las que creo que esta actividad cobrará un gran auge en los próximos años, me referiré brevemente al escenario al que nos enfrentamos en cuanto a la configuración del sistema financiero europeo.

Con un número de participantes cercano a nueve mil entidades financieras, según estimación del Banco de España, y un mercado monetario y de renta fija de magnitudes próximas a las del actual mercado de Estados Unidos, el euro rivalizará con el dólar tanto en el papel de divisa reserva como en el de divisa de financiación internacional (cuadro número 1).

El protagonismo de los actuales mercados domésticos dará paso al gran mercado del euro, caracterizado por una política monetaria de diseño centralizado, por parte del Banco Central Europeo cuya implementación por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, si bien descentralizada, dará lugar a un mercado monetario homogéneo basado en una estructura común de tipos de interés que ya se viene denominando Euribor.

Las políticas fiscales a cargo de cada gobierno de la Unión deberán coexistir con el régimen monetario común y, si bien cabe esperar un alto grado de armonización en la formulación de las políticas fiscales individuales, es prematuro aventurar en qué medida se van a homogeneizar las emisiones de Deuda Pública de los países miembros. En cualquier caso, las diferentes condiciones de partida, en cuanto a *stocks* de deuda y configuración de las emisiones vivas apuntan a una relativa segmentación de los mercados de Títulos públicos. El denominador común del mercado de Renta Fija Europeo será la Curva *Swap* Euro que se convertirá en la referencia para todos los emisores de títulos, tanto públicos como privados.

En este contexto, algunas de las tendencias que ya se han puesto de manifiesto en nuestro actual sistema financiero fomentarán, en mi opinión, el desarrollo de activos financieros estructurados a una escala mucho mayor que la hasta ahora experimentada.

En primer lugar, la disciplina fiscal que viene caracterizando las políticas económicas de los futuros miembros de la Unión Monetaria, que se verá reforzada por los pactos de estabilidad acordados como parte del proceso, dará lugar a una pérdida gradual de peso relativo de los títulos públicos respecto a los títulos privados de Renta Fija.

Este efecto tardará en ponerse de manifiesto en el conjunto de la Unión pero será más evidente en los países, como España, en los que las necesidades de financiación del déficit público históricamente han relegado las emisiones privadas a un papel marginal en el mercado de capitales.

La financiación de nuevos proyectos de infraestructura y obras públicas descansará en mayor medida en el sector privado en los próximos años, contribuyendo así a la tendencia aquí apuntada.

**CUADRO NÚM. 1
MERCADOS RENTA FIJA**
(Billones U.S.D.)

	U.S.D.	Europa
Gobiernos	3,4	3,5
R.F. Privada	1,8	3,4
M.B.S.	1,6	—

Fuente: Morgan Stanley.

**CUADRO NÚM. 2
TRASVASE DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS**
(Billones de pesetas)

	1992	1997 (E)	Var. anual (Porcentaje)
Depósitos a plazo.	15	22	8
Fondos de Inversión	5	26	39

En segundo lugar, es previsible que continúe e incluso se acelere el trasvase del ahorro de las familias, desde los balances de los intermediarios financieros hacia fondos de inversión, planes de pensiones, y pólizas de seguro de vida.

A esto contribuirán la relativa estabilidad monetaria y los bajos tipos de interés del euro, y la consolidación de los nuevos hábitos de ahorro previsional y de inversión colectiva que se ha desarrollado de manera tan notable en los últimos años.

**CUADRO NÚM. 3
DIVERSIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE CAPTACIÓN
DE RECURSOS AJENOS**

	1994	1997
Programas de EMTN Entidades Financieras Españolas	3	10

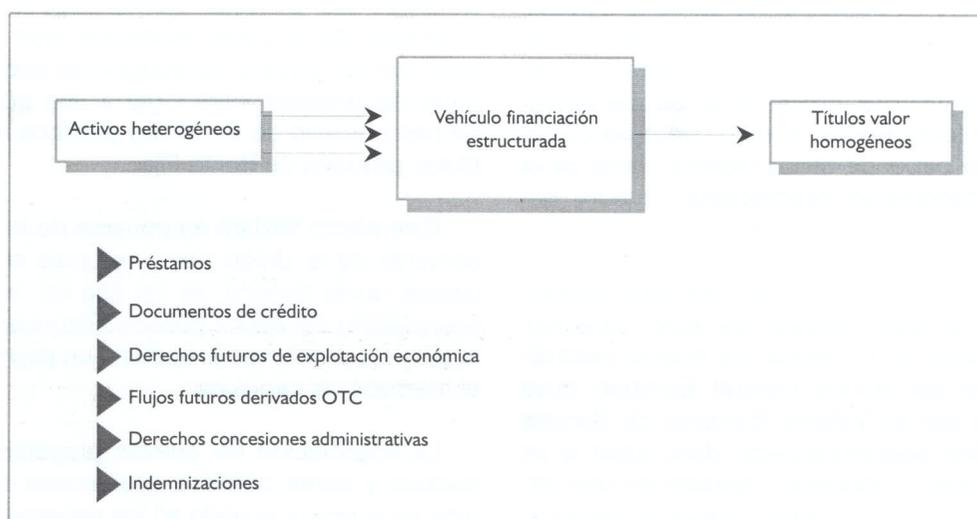
A lo largo de este año hemos visto cómo el patrimonio de los Fondos de Inversión, que alcanza ya cerca de veinticinco billones de pesetas, sobrepasaba al conjunto de depósitos a plazo de bancos y cajas de ahorros (cuadro núm. 2).

En tercer lugar y, en buena medida, como consecuencia de la consideración anterior, las entidades financieras se orientarán hacia la diversificación de las fuentes de captación de recursos ajenos buscando una menor dependencia de los depósitos de clientes y haciendo mayor hincapié en las emisiones de títulos de Renta Fija en los Mercados de Capitales (cuadro número 3).

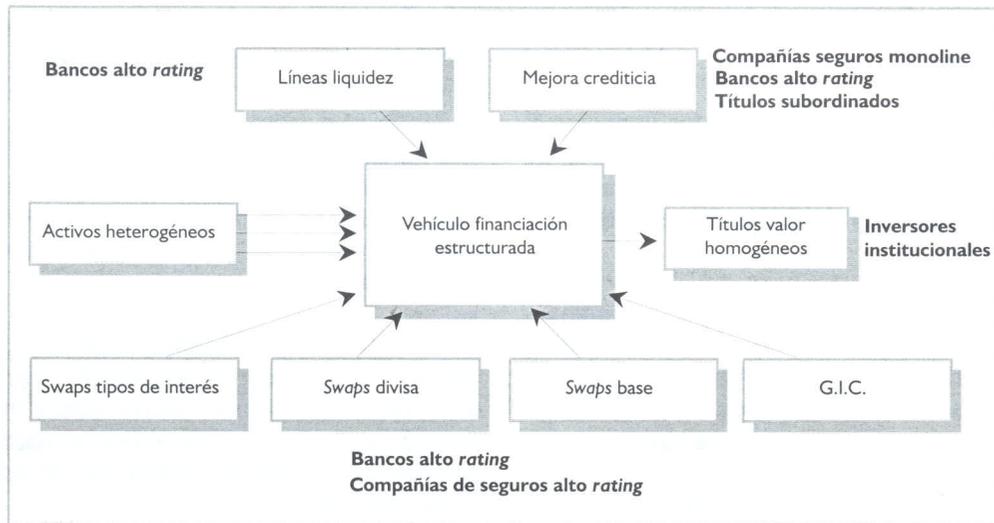
Esto contribuirá a poner de manifiesto la necesidad de optimizar la utilización del Balance de las entidades tanto desde el punto de vista de capital como de los recursos ajenos.

Es probable que algunas entidades prefieran financiar activos de bajo margen fuera de Balance, como ya está sucediendo con algunos grandes bancos internacionales (Natwest, ABN Amro, Swiss Bank Corp, etcétera).

**ESQUEMA I
FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA**



**ESQUEMA 2
FINANCIACIÓN ESTRUCTURADA**



En cuarto lugar, el crecimiento que experimentarán los Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros de Vida, a los que he aludido anteriormente, pondrá de manifiesto la necesidad de diversificación respecto a su actual concentración en títulos públicos con el objetivo de mejorar la rentabilidad de sus carteras y diferenciarse de sus competidores en los resultados de su gestión.

Las tendencias aquí descritas fomentarán el desplazamiento de algunas actividades características de la intermediación financiera tradicional hacia la financiación estructurada.

Quizás la característica que define más concisamente el conjunto de técnicas financieras y legales, a que me refiero como financiación estructurada, es la desagregación de los distintos riesgos inherentes a los activos financieros subyacentes en la operación y su reagrupación en forma de títulos valor de características homogéneas, y a medida de las preferencias

financieras de los inversores institucionales que los adquieren.

Esto permite la participación de agentes especializados en la gestión de las diferentes categorías de riesgos (de crédito, liquidez, tipo de interés, tipo de cambio, reinversión, de Base, operativos, ...) con las consiguientes economías de escala (esquema 2).

La emisión de activos estructurados tiene una larga tradición en el mercado USA que, si bien presenta algunas características que le diferencian del Europeo como son la histórica separación de las actividades de Banca Comercial y Banco de Inversiones en base al "Glass Steagal Act" y las limitaciones a las actividades de Banca entre estados, ha experimentado en su sistema financiero las mismas tendencias que se han descrito anteriormente (cuadro núm. 4).

La comparación de la actividad de emisiones de activos estructurados en EE.UU. y en Europa muestra

**CUADRO NÚM. 4
EMISIONES DE ACTIVOS ESTRUCTURADOS
(Miles de millones U.S.D.)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Mercado U.S.A.....	53	54	63	77	107	154
Mercado Europeo.....	8	4	5	11	6	35

Fuente: Goldman Sachs.

el dramático contraste entre ambos mercados y augura un fuerte crecimiento en el mercado europeo, en el que el volumen de emisión ya se ha multiplicado por siete entre 1993 y 1996, si bien todavía representan la quinta parte del volumen en el mercado estadounidense.

Desde la perspectiva de las entidades financieras, la financiación estructurada se muestra interesante tanto en su utilización para la gestión financiera de las propias entidades como en su utilización para la financiación a terceros.

Como herramienta de gestión de Balance, la financiación estructurada permite abordar simultáneamente la cobertura de riesgos que de otra manera requieren coberturas individuales tales como el riesgo de crédito, de interés, y de prepago de hipotecas.

La posibilidad de refinanciar activos fuera de Balance, sin consumo de capital, y manteniendo la relación comercial con los clientes a quienes se financia, puede ser atractiva en el caso de activos de bajo margen.

Si bien el ahorro en coste financiero correspondiente a la financiación fuera de Balance es subjetivo dependiendo en gran medida del coste de Recursos propios de la Entidad y del tipo de activos a refinanciar, la creciente actividad de emisión de Clo's por

parte de grandes bancos internacionales como Natwest, SBC, JP Morgan, sugieren el interés de este mercado.

La experiencia en el sistema financiero español en financiación estructurada se centra en la titulación de préstamos hipotecarios regulada por la Ley 19/1992 que establece el régimen de funcionamiento de los Fondos de Titulación Hipotecaria, y la refinanciación de los activos resultantes de la moratoria nuclear en 1996 que se abordó como una operación singular para la que se habilitó legislación específica.

La titulación en sentido amplio, es decir de activos no hipotecarios, no es posible actualmente al no estar regulada, si bien existe desde hace bastante tiempo un proyecto de Real Decreto por el que se regularían los fondos de titulación de activos, que todavía no ha visto la luz.

El crecimiento que está experimentando el Mercado Europeo de Financiación Estructurada y los importantes cambios que ya están teniendo lugar en nuestro sistema financiero, y que previsiblemente se acelerarán con la adopción del euro, ponen de manifiesto la conveniencia de facilitar el marco legal y normativo, para evitar que el Sistema Financiero Español se vea en situación de inferioridad respecto a sus competidores en el inminente *Mercado Euro*.