

## FOCUS · Mercado de titulaciones: de héroe a villano, y viceversa

El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) han divulgado recientemente un documento que aboga por resucitar el mercado europeo de titulaciones bancarias. De entrada, puede sorprender que dos de los principales guardianes de la estabilidad financiera internacional salgan en defensa de un instrumento considerado, de manera casi unánime, colaborador necesario de la tremenda crisis financiera que estalló en 2007. Pero la primera impresión engaña: lo que el BCE y el BoE proponen es potenciar las modalidades «buenas» de titulación, a la vez que destierran las variantes «perniciosas».

La característica distintiva de la titulación de activos bancarios consiste en permitir al tenedor original (entidad bancaria) transformar activos ilíquidos y arriesgados (como hipotecas, préstamos a pymes y al consumo, etc.) en liquidez mediante su venta a un tercero (por lo general, un fondo de titulación de activos, promovido por la propia entidad bancaria). Este, a su vez, emite deuda (bonos de titulación) de diversa calidad crediticia para financiar la adquisición de los activos subyacentes en cuestión (que pasan a ser el colateral de los bonos). De este modo, el banco se desprende de la cartera titulada y consigue tres objetivos: obtener liquidez, diversificar sus fuentes de financiación y transferir el riesgo inherente al activo. BCE y BoE parecen convencidos de que esta liberación de recursos de los balances bancarios (liquidez y capital) permitiría incrementar la oferta de crédito nuevo, y ponen el énfasis en el segmento del crédito a pymes. Pero la realidad actual es que en Europa la actividad de titulación está casi paralizada. En buena medida ello obedece al estigma que arrastra desde la crisis de 2007, cuando el fiasco de las hipotecas *subprime* en EE. UU. afloró el gran riesgo que rodea las fórmulas de reempaquetar créditos bancarios que son demasiado opacas, complejas y precarias. En consecuencia, el BCE y el BoE suscriben la necesidad de actuar sobre dos grandes ejes: mejorar la transparencia y alinear adecuadamente los incentivos de los distintos participantes en este mercado. También señalan la conveniencia de revisar algunos aspectos técnicos en la regulación sobre requisitos de capital y liquidez de los bancos y las compañías de seguros para aumentar el atractivo de las titulaciones tanto para oferentes como para demandantes.

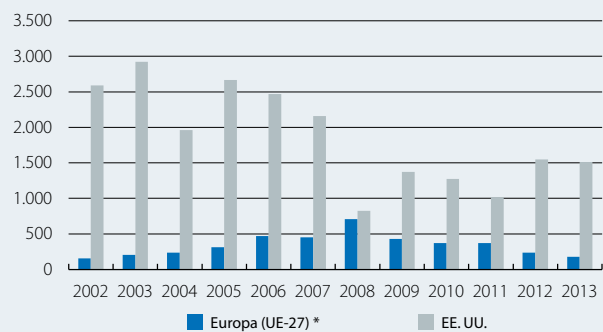
Pero posiblemente la actuación más rompedora queda, como no podría ser de otra manera, fuera del contenido del documento mencionado: una intervención directa del BCE en el mercado de titulaciones, a modo de revulsivo que le saque de su profunda atonía. Desde hace meses se habla de la posibilidad de que el BCE incluya entre sus medidas de estímulo la compra de activos, ya sea bonos soberanos, corporativos o títulos ABS (*asset-backed securities*: bonos de titulación de préstamos bancarios distintos de los hipotecarios, entre los que destacarían los concedidos a pymes). En este sentido, la compra de ABS resulta una de las opciones menos controvertidas desde el punto de vista estatutario del BCE, y podría ser adoptada ya en la próxima reunión de junio. No obstante, tanto la implementación como el potencial impacto revitalizador del crédito presentan limitaciones e interrogantes. En primer lugar, la modesta dimensión del propio

mercado de titulaciones en Europa: a cierre de 2013, el saldo vivo total de operaciones tituladas era de 1,54 billones de euros, de las que tan solo el 8,5% corresponden a ABS respaldados por créditos a pymes. Se trata de un volumen pequeño en relación con mercados como el de bonos corporativos o el de deuda soberana. En segundo lugar, y ligado con lo anterior, el diseño del eventual programa de compra de ABS afronta una disyuntiva: adquirir títulos de nueva originación (mercado primario) o titulaciones ya existentes (mercado secundario). La primera opción proporcionaría más impacto sobre la oferta crediticia a las empresas, pero la segunda sería más rápida. Otro aspecto trascendental tiene que ver con el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir el BCE, dado que el impacto del programa dependería de forma crítica de la capacidad efectiva de la que dispondrían los originadores para transferir el riesgo de los activos subyacentes desde su cartera hacia la del BCE. Para lograrlo, el BCE debería hacer extensiva la compra de los tramos sénior (con elevado *rating* crediticio) a aquellos con riesgo más elevado (incluso los tramos *mezzanine* y *equity*), aspecto, cuanto menos, delicado. Una alternativa que suavizaría considerablemente la asunción del riesgo de crédito por parte del BCE sería la concesión por parte del Banco Europeo de inversiones de garantías o avales a las titulaciones bancarias.

En definitiva, el propósito de resucitar el mercado de titulaciones de «elevada calidad» se erige como un gran desafío. Sin duda, las medidas regulatorias y las encaminadas a mejorar la transparencia pueden ser de gran ayuda. Pero la intervención directa del BCE es una incógnita.

### Emisiones de titulaciones bancarias

(Miles de millones de euros)



Nota: \* Incluye Rusia, Turquía y titulaciones multinacionales.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de AFME y AFL.

### Europa (UE-27): saldo vivo a 31-12-2013

Mercado	Tamaño (miles de millones de euros)	Tamaño relativo titulaciones (%)
Cédulas hipotecarias	907	170,2
Titulaciones*	1.544	–
Bonos corporativos	2.075	74,4
Crédito bancario a empresas	4.000	38,6
Deuda pública	11.386	13,6

Nota: \* Incluye Rusia, Turquía y titulaciones multinacionales.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de AFME, Eurostat y BNP Paribas.