

FOCUS · Mercat de titulitzacions: d'heroi a malvat, i viceversa

El Banc Central Europeu (BCE) i el Banc d'Anglaterra (BoE) han divulgat, recentment, un document que aposta per resuscitar el mercat europeu de titulitzacions bancàries. D'entrada, pot sorprendre que dos dels principals guardians de l'estabilitat financera internacional surtin en defensa d'un instrument considerat, de manera gairebé unànime, col·laborador necessari de la tremenda crisi financera que va esclatar el 2007. Però la primera impressió enganya: el que el BCE i el BoE proposen és potenciar les modalitats «bones» de titulització i desterrar les variants «pernicioses».

La característica distintiva de la titulització d'actius bancaris consisteix a permetre al tenidor original (entitat bancària) transformar actius il·líquids i arriscats (com hipoteques, préstecs a pimes i al consum, etc.) en liquiditat mitjançant la venda a un tercer (en general, un fons de titulització d'actius, promogut per la pròpia entitat bancària). Aquest, al seu torn, emet deute (bons de titulització) de diversa qualitat creditícia per finançar l'adquisició dels actius subjacents en qüestió (que passen a ser el col·lateral dels bons). D'aquesta manera, el banc es desprèn de la cartera titulitzada i aconsegueix tres objectius: obtenir liquiditat, diversificar les fonts de finançament i transferir el risc inherent a l'actiu. El BCE i el BoE semblen convençuts que aquest alliberament de recursos dels balanços bancaris (liquiditat i capital) permetria incrementar l'oferta de crèdit nou i posen l'èmfasi en el segment del crèdit a les pimes. Però la realitat actual és que, a Europa, l'activitat de titulització està gairebé paralitzada. En bona part, això obeeix a l'estigma que arrossega des de la crisi del 2007, quan el fiasco de les hipoteques subprime als EUA va fer aflorar el gran risc que envolta les fórmules de reempaquetar crèdits bancaris que són massa opaques, complexes i precàries. En conseqüència, el BCE i el BoE subscriuen la necessitat d'actuar sobre dos grans eixos: millorar la transparència i alinear de forma adequada els incentius dels diferents participants en aquest mercat. També assenyalen la conveniència de revisar alguns aspectes tècnics de la regulació sobre requisits de capital i liquiditat dels bancs i de les companyies d'assegurances, per augmentar l'atractiu de les titulitzacions per als oferents i per als demandants.

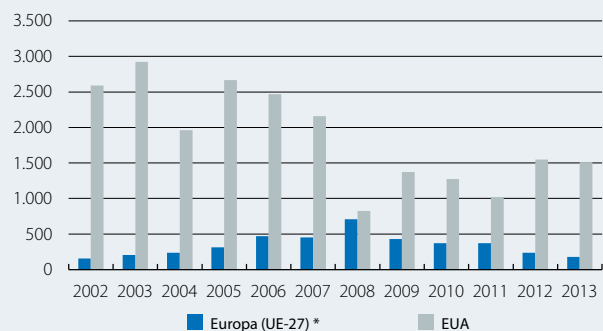
Però, possiblement, l'actuació més trencadora queda, com no podria ser de cap altra manera, fora del contingut del document esmentat: una intervenció directa del BCE al mercat de titulitzacions que pugui exercir de revulsiu per treure'l de la seva profunda atonia. Des de fa mesos, es parla de la possibilitat que el BCE inclogui, entre les mesures d'estímul, la compra d'actius, ja sigui bons sobirans, corporatius o títols ABS (*asset-backed securities*: bons de titulització de préstecs bancaris diferents dels hipotecaris, entre els quals destacarien els concedits a les pimes). En aquest sentit, la compra d'ABS és una de les opcions menys controvertides des del punt de vista estatutari del BCE, i podria ser adoptada ja en la propera reunió del juny. No obstant això, tant la implementació com el potencial impacte revitalitzador del crèdit presenten limitacions i interrogants. En primer lloc, la modesta dimensió del propi mercat de titu-

litzacions a Europa: el 2013, el saldo viu total d'operacions titulitzades va ser d'1,54 bilions d'euros, de les quals només el 8,5% corresponien a ABS recolzats per crèdits a les pimes. Es tracta d'un volum petit en relació amb mercats com el de bons corporatius o el de deute sobirà. En segon lloc, i vinculat amb l'anterior, el disseny de l'eventual programa de compra d'ABS afronta una disjuntiva: adquirir títols nous (mercado primari) o titulitzacions ja existents (mercado secundari). La primera opció proporcionaria més impacte sobre l'oferta creditícia a les empreses, però la segona seria més ràpida. Un altre aspecte transcendental té a veure amb el nivell de risc que està disposat a assumir el BCE, atès que l'impacte del programa dependria, de forma crítica, de la capacitat efectiva de la qual disposarien els originadors per transferir el risc dels actius subjacents des de la seva cartera cap a la del BCE. Per aconseguir-ho, el BCE hauria de fer extensiva la compra dels trams sènior (amb elevat *rating* creditici) a aquells amb un risc més elevat (fins i tot, els trams *mezzanine* i *equity*), aspecte, com a mínim, delicat. Una alternativa que suavitzaria de forma considerable l'assumpció del risc de crèdit per part del BCE seria la concessió, per part del Banc Europeu, d'inversions de garanties o avals a les titulitzacions bancàries.

En definitiva, el propòsit de ressuscitar el mercat de titulitzacions d'«elevada qualitat» és un gran desafiament. Sens dubte, les mesures reguladores i les encaminades a millorar la transparència poden ser d'una gran ajuda. Però la intervenció directa del BCE és una incògnita.

Emissions de titulitzacions bancàries

(Milers de milions d'euros)



Nota: * Inclou Rússia, Turquia i titulitzacions multinacionals.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'AFME i de l'AFI.

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

Mercat	Dimensió (milers de milions d'euros)	Dimensió relativa titulitzacions (%)
Cèdules hipotecàries	907	170,2
Titulitzacions*	1.544	–
Bons corporatius	2.075	74,4
Crèdit bancari a empreses	4.000	38,6
Deute públic	11.386	13,6

Nota: * Inclou Rússia, Turquia i titulitzacions multinacionals.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'AFME, d'Eurostat i de BNP Paribas.