



IV. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS, CRISIS Y RIESGO SISTÉMICO

José Antonio Trujillo del Valle¹
Intermoney Titulización SGFT SA
Presidente Ejecutivo

RESUMEN

La Titulización de Activos ha sido el epítome de la crisis financiera, aunque recientemente el protagonismo le esté siendo arrebatado por los desequilibrios fiscales y la deuda pública. Esta nota aborda su relación con la burbuja de crédito, el deterioro de sus estándares de concesión y el colapso de los mercados de deuda privada. Previamente se muestra la relación de la Titulización con los Covered Bonds, instrumento corresponsable de la expansión del crédito en Europa, y las diferencias entre las industrias de Titulización en Europa y EEUU que deben servir para matizar y no generalizar ciertas conclusiones.

Aunque existe evidencia de que en EEUU el mercado secundario pudo incentivar la generación de hipotecas, la Titulización, junto con los Covered Bonds, deben considerarse el instrumento del crecimiento más que una de sus causas. Estas quizás haya que buscarlas en la política monetaria desarrollada en el período, en los flujos internacionales de ahorro y en ciertas medidas de desregulación de la banca y los mercados. En principio, la Titulización por sí misma no debería afectar a la calidad del crédito, pero el crecimiento que ésta facilitó difícilmente se podría haber conseguido sin deteriorar sus estándares de concesión. Sin embargo, sí hay evidencia de que en EEUU los originadores establecieron estrategias de concesión de crédito subprime, como consecuencia de la demanda específica de hipotecas de alto riesgo

por parte de la banca de inversión y de las mayores comisiones que podían ser cobradas a los clientes. La Titulización es un instrumento de dispersión de riesgo, pero utilizada por la banca de inversión en formato CDO con subyacente subprime y combinada con Derivados de Crédito, acabó facilitando la concentración de riesgo en un relativamente reducido número de entidades financieras e inversores institucionales. Además, los vehículos de desintermediación y arbitraje -Conduits y SIVs- refinanciados mediante ABCP, también resultaron ser un foco de riesgo para el sistema. La alta concentración de riesgo y el papel de las Agencias de Calificación son piezas que ayudan a explicar el colapso de los mercados. Finalmente, se resalta que, a pesar de la percepción de desastre, la realidad esconde que los fallidos en productos de Titulización en Europa son muy escasos y perfectamente asumibles por el sistema.

1. INTRODUCCIÓN

La Titulización de Activos, desconocida para la mayoría antes del estallido de la actual crisis, se convirtió de manera inmediata en prueba de los excesos del sistema financiero, sin duda por méritos propios, y pasó a ser principal culpable del desplome de los mercados. Más de cuatro años después, la crisis que en sus inicios fue de liquidez por la desconfianza generalizada sobre determinados activos privados, ha ido evolucionando hasta convertirse en una crisis global que amenaza con llevarse por delante instituciones que considerábamos sólidamente establecidas. El transcurso del tiempo y de la crisis ha desplazado a la Tituliza-

¹ El autor agradece los comentarios de Carmen Barrenechea, Manuel González y Borja Saez, que no deben ser considerados responsables de las imprecisiones y juicios de valor vertidos en esta nota.



ción del centro del debate, pero ésta todavía permanece prácticamente desaparecida del mercado, al menos a este lado del Atlántico y, en cualquier caso, difícilmente volverá a alcanzar la importancia y extensión que alcanzó en la década anterior. La crisis no es comprensible sin entender el papel desarrollado por la Titulización, pero deslindadas las responsabilidades de manera más precisa, se puede convenir que es un instrumento necesario que aporta elementos muy útiles para el buen funcionamiento del sistema financiero.

La Titulización de Activos ha estado íntimamente vinculada al crecimiento del mercado de hipotecas *subprime* de EEUU, epicentro del terremoto que desencadenó la crisis.² La sorpresa inicial causada por la divulgación de la dimensión y extensión de los excesos ocurridos en el mercado hipotecario, la responsabilidad atribuida a la Titulización como técnica financiera que los facilitó y la parálisis y posterior colapso de los mercados de bonos de titulización, le han otorgado un protagonismo quizás desproporcionado. La percepción negativa de la Titulización está irremediablemente instalada en la sociedad, pues ha sido presa fácil para una crítica que ha desbordado los ámbitos profesionales y académicos, para llegar incluso a la parodia para el gran público. El problema, sin embargo, no es tanto esa mala percepción social, incluidos ámbitos de los profesionales de la economía y las finanzas, sino la de quienes tienen responsabilidades de regulación y supervisión, pues, obviamente, un diagnóstico deficiente dificulta la solución de los problemas que sin duda existen en y alrededor de la Titulización.

En esta nota se aborda su relación con tres cuestiones: el crecimiento desmesurado del crédito privado, el deterioro de sus estándares de concesión y el colapso de los mercados de deuda. Pero previamente hemos de referirnos a otras dos cuestiones que matizan el análisis. Por un lado, la coexistencia de instrumentos financieros que comparten con la Titulización características básicas; y,

por otro, las grandes diferencias entre el entramado de la Titulización en EEUU y Europa.

2. FINANCIACIÓN CON RESPALDO DE ACTIVOS

La Titulización ha jugado un papel muy importante como facilitadora de la expansión del crédito, pero ni ha sido la única pieza de la maquinaria, ni en el caso de algunos países la más importante, a no ser que se estén echando al saco de la Titulización otras muchas técnicas e instrumentos financieros que cohabitan con ella pero que no lo son. *Covered Bonds*, Derivados de Crédito (*Swaps*, *CDS*, etc.) y Vehículos de Refinanciación (*SIVs*, *Conduits*,...), son todos ellos parte del entramado que ha permitido la expansión sin precedentes del crédito pero no son Titulización.

La Titulización, en su acepción más primaria, es un mecanismo jurídico-financiero que transforma en títulos de deuda negociables, flujos futuros de efectivo resultantes de activos contabilizados en balance (ej. préstamos) o de derechos no contabilizados (ej. alquileres). Entendida en su origen como un instrumento de refinanciación en el mercado de deuda, con transferencia parcial o total del riesgo de los activos, el uso de su elemento central, la separación y aislamiento de derechos en un vehículo sin personalidad jurídica creado al efecto (SPV), se utiliza cada vez más con otros propósitos: la transferencia o cobertura de riesgos, la reestructuración de deuda o la constitución de garantías.³ Aunque en su origen y su generalizada aplicación es un producto más propio de las entidades de crédito, también puede ser utilizado por empresas no financieras y entes públicos que dispongan de derechos de cobro; pero su importancia en estos otros ámbitos es comparativamente marginal. En adelante, excepto mención en contrario, debe entenderse que hacemos referencia a la Titulización de préstamos realizada por las entidades financieras.

La expansión del crédito de la última década que hizo posible la burbuja de activos reales y financieros, muy especialmente de los inmobiliarios

² El informe del Senado de EEUU, “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” de abril de 2011, es un documento imprescindible para conocer los desencadenantes de la crisis. Quizás también sea imprescindible la lectura del libro de Michael Lewis “*The Big Short: Inside the Doomsday Machine*”. Ed. Norton, 2010.

³ The Joint Forum (2009), aborda el desarrollo de los distintos tipos de *Special Purpose Entities*, y realiza propuestas de regulación y supervisión.



aunque no sólo de estos, se ha sustentado en dos instrumentos: los «bonos de titulización» y «los bonos protegidos». En terminología anglosajona, respectivamente, *Asset Backed Securities*, en sus diferentes modalidades según el activo titulado, y *Covered Bonds*, es decir, nuestras *Cédulas Hipotecarias*, los *Pfandbriefe alemanes*, las *Obligación Foncière francesas*, etc.⁴ En ambos casos se trata de instrumentos de deuda que utilizan activos como respaldo, pero con distinta finalidad. En el caso de la Titulización el emisor de los bonos es un vehículo interpuesto, sin personalidad jurídica e independiente del banco titulador, al que se transfieren los activos. En el caso de un *Covered Bond* el emisor es el propio banco. En el primer caso (ABS), los activos titulados, de *facto* propiedad de los bonistas a través del vehículo emisor, son la fuente de recursos para hacer frente al pago de los bonos. En el segundo (CB), los bonos son una obligación del banco a la que se asigna como garantía privilegiada una cartera de activos que sólo trasladará sus flujos a los bonistas en caso de impago del emisor.⁵ En definitiva, en ambos casos se trata de financiación respaldada por activos, en un caso cediendo (sin recurso) activos a un vehículo, por tanto sin aumentar el balance de la entidad, y en el otro, incrementándolo mediante la emisión de un pasivo al que se asocia una parte del activo con una suerte de pignoración.⁶

⁴ El término ABS se utiliza como genérico de los diversos tipos de bonos de titulización. Sin embargo en muchas ocasiones excluye los hipotecarios, MBS (*Mortgage Backed Securities*), que agrupan a RMBS y CMBS, de hipotecas residenciales y comerciales, respectivamente. Los CDO (*Collateralized Debt Obligations*) son titulaciones de segundo nivel, es decir con activos no primarios, por ejemplo otros bonos de titulización. Los CLO se refieren a operaciones con grandes préstamos, por tanto poco granulares. Las WBS (*Whole Business Securitization*), son titulaciones del cash flow libre de negocios concretos. No se integran en los ABS las titulaciones que se financian con papel a corto plazo, ABCP (*Asset Backed Comercial Paper*).

⁵ En el caso de la titulización los bonos generalmente disfrutan de garantías adicionales. Son las denominadas “mejoras de crédito” (*credit enhancement*) que se instrumentan a través del vehículo. La más usual es un fondo de reserva en forma de efectivo, pero también se pueden establecer en forma de garantías de terceros. También suelen incorporarse *swaps* que mitigan riesgos de tipo de interés o de cambio. Las mejoras de crédito pueden ser aportadas por el propio banco que titula. Los *Covered Bonds* no incorporan mejoras de crédito.

⁶ Los denominados *Structured Covered Bond*, utilizados en jurisdicciones sin una legislación específica sobre la materia, se suelen servir de un vehículo para almacenar los activos que sirven de garantía. En definitiva se utilizan técnicas propias de

Son dos mecanismos jurídicamente sólidos y financieramente eficientes para otorgar garantías a los inversores y así obtener liquidez a menor coste que mediante deuda no garantizada (*senior unsecured*). Desde el punto de vista de los flujos, la Titulización facilita la gestión del balance en la medida en que, al margen de las “mejoras de crédito” que pudiera haber otorgado el propio banco, éste sólo está comprometido a entregar los recursos que proceden de los activos; es decir, no existen compromisos de pago. Además, si la transferencia de riesgo cumple determinadas condiciones, la entidad puede reducir capital regulatorio.⁷ Por el contrario, los *Covered Bond*, en tanto que pasivos de la entidad emisora, incorporan obligaciones de pago en fechas concretas y no permiten ahorro de capital. Digamos también que no se trata de instrumentos que puedan ser considerados innovaciones recientes. Tanto los *Pfandbriefe* como las Cédulas Hipotecarias existen desde hace más de cien años. La Titulización, por el contrario, sí es un instrumento de más reciente creación: los años 80 del pasado siglo en EEUU y los 90 en Europa. No obstante, en ambos casos su gran desarrollo se ha producido en los últimos quince años. Aunque técnicamente los *Covered Bonds* podrían utilizar cualquier tipo de activo, por el momento sólo están regulados para préstamos hipotecarios y al sector público, por tanto dejan fuera el resto de financiación al sector privado -particulares y empresas-, como territorio exclusivo de la Titulización.

Los *Covered Bond* eran un producto hasta hace muy poco exclusivo de Europa, pero su utilización se está extendiendo con mucha rapidez a otros países, aunque todavía su importancia relativa es muy reducida; inferior al 2% del saldo global. Los Cuadros 1 y 2 recogen cifras de emisión y saldo vivo. En Europa ambos instrumentos se reparten el mercado con cierto equilibrio, aunque cada vez más escorado hacia los *Covered Bonds*.

Los datos de EEUU incluyen lo emitido por las *Government-Sponsored Enterprises (GSE)*, *Fannie*

la Titulización para dar forma jurídica más sólida a la garantía de un *Covered Bond*.

⁷ Las denominadas titulaciones sintéticas no tienen finalidad de financiación sino exclusivamente de transferencia de riesgo. En España no se ha llegado a registrar ningún Fondo de Titulización de esta naturaleza.



CUADRO 1
Titulización y Covered Bonds
Volúmenes emitidos

	Estados Unidos		Europa		España	
	Titulización	Cover Bonds	Titulización	Cover Bonds	Titulización	Cover Bonds
2003	2.915		217	400	24	32
2004	1.957		244	373	32	46
2005	2.651		327	470	43	58
2006	2.456		481	498	60	70
2007	2.147		454	464	106	64
2008	934		711	651	102	50
2009	1.359		414	530	69	53
2010	1.277		383	613	46	53

Miles de millones de euros.

Fuente: AFME, ECBC, AIAF

CUADRO 2
Titulización y Covered Bonds
Saldos Vivos

	Estados Unidos		Europa		España	
	Titulización	Covered Bonds	Titulización	Covered Bonds	Titulización	Covered Bonds
2003				1.499	47	62
2004				1.553	71	102
2005				1.676	98	160
2006				1.881	138	226
2007	6.267		1.294	2.021	213	283
2008	7.056		1.738	2.279	276	326
2009	6.892		2.221	2.390	291	353
2010	8.264		2.090	2.501	287	362

Miles de millones de euros.

Fuente: AFME, ECBC, AIAF

Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, etc. cuya importancia se ha incrementado todavía más con la crisis. En 2007 sus emisiones representaban el 40% de la titulización y en 2010 el 90,6%. El saldo vivo de sus emisiones en ese mismo período pasó de representar el 50,4% al 61,8% del total del saldo de titulizaciones. Estos datos muestran las dificultades del mercado de titulización privado también en EEUU y su desplazamiento a emisiones con garantía pública.

En el Cuadro 3 se muestra que la distribución de estos instrumentos dentro de Europa no es en absoluto homogénea. Si se observa cómo se reparte el peso en determinados países y se tiene en cuenta su influencia relativa en las decisiones de la UE y el BCE, quizás se encuentre una de las claves del sistemático sesgo favorable a los *Covered Bonds* en la regulación.

En cuanto a España, las Cédulas Hipotecarias son el principal instrumento de financiación



CUADRO 3
Saldo Vivo de Titulización y Covered Bonds
Distribución por países
2009

	Titulización(1)	Covered Bonds
UK	35,6%	8,6%
Holanda	15,8%	1,0%
Italia	12,4%	1,0%
España	15,7%	14,8%
Francia	1,8%	12,1%
Países Nórdicos	0,0%	21,5%
Alemania	5,4%	30,1%
Resto Europa	13,3%	11,0%

(1) Datos por país de origen de los activos y excluidas las operaciones multinacionales.

Fuente: AFME, ECBC

CUADRO 4
Titulización y Cédulas en España
Saldo Vivo

	Titulización		Cédulas	
	Hipotecaria	Resto	Hipotecarias	Territoriales
2006	91	47	215	12
2007	131	82	265	18
2008	187	89	307	18
2009	189	102	335	18
2010	183	104	341	20

Los datos de cédulas incluyen multi-cédulas.

Miles de millones de euros.

Fuente: AIAE, AHE

en mercado de las entidades de crédito y tienen la mayor cuota del mercado mundial de *Covered Bonds* cotizados. Las cifras de Alemania son superiores pero porque contienen los *Pfandbriefe* sin listar en mercado, los denominados *Registered Pfandbriefe*, cuyo volumen supera al de los cotizados, pues tienen como ventaja no estar sujetos a las estrictas normas de *mark to market*. Como se expone en el Cuadro 4, en España las Cédulas han sido y son cada vez más importantes que la Titulización, especialmente en el segmento hipotecario.

Los *Covered Bonds* salen reforzados de esta crisis por méritos propios, pero también por haber sido el instrumento elegido por el Banco Central Europeo para el programa de compra de 60 mil millones de Euros en junio de 2009. Una medida, por cierto, especialmente beneficiosa para los *Covered Bonds* emitidos por Alemania y Francia, a cuyos respectivos bancos centrales se les adjudicó el 25% y el 19% del programa de compra. La Titulización, por el contrario, está siendo relativamente penalizada tanto para el acceso a las líneas



de liquidez del BCE, como en las directivas de la EU y normas de Basilea.⁸ La sencillez de los *Covered Bonds*, en la mayoría de los casos de tipo de interés fijo y amortización *bullet*, y la fortaleza de las garantías otorgadas a los inversores (hipotecas *prime* y riesgo con el sector público), los ha convertido en el instrumento favorito de las entidades de crédito. La previsión es que su importancia siga creciendo en todo el mundo a costa de la Titulización, pudiendo llegar prácticamente a monopolizar las emisiones con respaldo hipotecario.

EEUU Y EUROPA

Los datos previenen contra algunas afirmaciones y estudios que obviando la importancia de la financiación mediante *Covered Bonds* vinculan exclusivamente lo acontecido en el mercado hipotecario a la Titulización, quizás atribuyendo validez universal a lo ocurrido en EEUU.

En EEUU el entramado de la Titulización es muy diferente al europeo, con la excepción de Gran Bretaña. Sus elementos más criticados, por su asociación con esta crisis, son precisamente aquellos en los que más se diferencia su práctica habitual de la de Europa. A pesar de ello, la acti-

tud de inversores, reguladores, supervisores, bancos centrales, agencias de calificación y muchos estudiosos, parece responder exclusivamente a un diagnóstico derivado de lo ocurrido en el sistema financiero de EEUU, cuyas características y prácticas no pueden extrapolarse a Europa sin matices.

La presencia en el mercado de EEUU de las agencias públicas (GSE) marca una primera diferencia.⁹ Las tres grandes agencias con finalidad hipotecaria, sin equivalente en Europa, con respaldo público antes implícito y ahora explícito tras su intervención, compran la práctica totalidad de las hipotecas de mejor calidad (*prime-conforming*) originadas por las entidades privadas. El resto de hipotecas (*prime non-conforming* y *subprime*), que no pueden ser compradas por las GSE, son titulizadas por la propia entidad originadora o vendidas a otras entidades para su titulización. Esta última opción, muy extendida, da lugar al ahora criticado modelo de negocio hipotecario «originar para distribuir». En Europa, ni existe la facilidad de venta de hipotecas a agencias públicas, ni es habitual vender a terceros carteras para su titulización, ni se entiende como línea específica de negocio la concesión de préstamos con menores exigencias formales y documentales a colectivos de alto riesgo, como es el caso de las *subprime*. Esto último no supone que no se otorguen hipotecas que en definitiva pueden resultar ser de alto riesgo, sino que no existe un segmento específico identificado como tal, ni a efectos de originación ni como producto de Titulización. Por otro lado, en general en Europa y en España en particular, excepto en el caso de alguna entidad concreta, no han tenido la misma importancia las hipotecas con estructuras de tipos de interés y opciones de capitalización de alto riesgo implícito típicas del mercado *subprime*.¹⁰

Quizás la diferencia más significativa entre mercados sea la importancia del modelo “originar para distribuir” que en muchos casos no sólo

⁸ -La Directiva de la EU, CRE Art. 122^a obliga a los cedentes a retener riesgo significativo en las titulizaciones, con lo cual limita la posibilidad de reducir capital regulatorio que es una de las ventajas frente los *Covered Bonds*.

⁹ La norma de la SEC (Rule 17g-5), también de futura aplicación en Europa, cuya finalidad es mitigar los conflictos de interés de las Agencias de Calificación y evitar el “*rating shopping*” perjudica más a los procesos de calificación de las titulizaciones.

¹⁰ Los requisitos de información que impondrá el BCE en breve plazo a las titulizaciones que opten al descuento no se exigen a los *Covered Bonds*.

El ratio de cobertura de liquidez de Basilea III penaliza los ABS excluyéndolos como activos aptos para dicho coeficiente. Los *Covered Bonds* sí son considerados aptos.

El ratio de Financiación Estable Neta de Basilea III (Net Stable Funding Ratio) pondera los ABS al 100% (totalmente líquidos) para el cálculo de la Financiación Necesaria, penalizándolos frente a los *Covered Bonds* que entran con un 20% de ponderación (líquidos).

Se ha restringido la capacidad de los fondos de inversión de adquirir titulizaciones, en particular la de los fondos monetarios. Esto supone la pérdida de una fuente de demanda importante.

El BCE otorga la mayor penalización, en términos de “haircut”, a los instrumentos de titulización, un 16%; por encima incluso de los bonos corporativos. A los primeros se les exige un nivel triple A otorgado por dos agencias y a los segundos ni siquiera se les requiere dicho nivel.

⁹ Ver Report to the Congress (2010).

¹⁰ Nos referimos a las *Adjustable Rate Mortgages (ARM)* con tipos iniciales muy bajos y, especialmente, a las *Option ARM*, que permiten amortización negativa.



da lugar a la transferencia de riesgo de las carteras sino también al cambio de la responsabilidad de administración de los préstamos. En Europa y muy especialmente en España, la mayoría de las hipotecas son generadas por entidades de crédito, supervisadas por la correspondiente autoridad bancaria local, que mantienen la administración de los préstamos incluso tras su eventual Titulización, y que, en la mayoría de las ocasiones, retienen una porción significativa del riesgo de las carteras titulizadas¹¹. Por tanto, no se produce con tanta intensidad el conflicto de intereses entre el originador-administrador de las hipotecas y el inversor de los bonos de Titulización.

Finalmente, también es una diferencia importante el mayor desarrollo del mercado de CDOs. En EEUU proliferaron este tipo de estructuras de Titulización alimentadas con activos no-primarios que incrementan el nivel de complejidad y opacidad. Los activos utilizados pueden ser a su vez bonos de Titulización previamente existentes o generados expresamente para alimentar estas estructuras y pueden tener naturaleza “sintética”, es decir, creados sobre la base de referencias a otros activos mediante CDS (*Credit Default Swaps*). Estos instrumentos, vehículo preferido para la especulación masiva sobre el mercado hipotecario *subprime*, multiplicaron el riesgo de los activos subyacentes de mala calidad, incrementando exponencialmente su potencial destructivo. En Europa los CDO no alcanzaron similar grado de desarrollo, seguramente por no existir un mercado hipotecario identificado como de alto riesgo sobre el que la banca de inversión pudiera organizar “apuestas”. Sin embargo Europa, a través de la correa de transmisión de la banca de inversión, sí fue consumidora de estos productos que resultaron ser la vía de contagio del riesgo hipotecario *subprime* de EEUU.

¹¹ El esquema más típico de retención de riesgo de las titulaciones por parte de la entidades cedentes de los préstamos es el siguiente. En primer lugar, otorgando un swap de tipos de interés que se sitúa en la primera posición de la prelación de pagos de vehículo. En segundo, situando el derecho de recuperación del posible margen (beneficio) del vehículo en el último lugar de la prelación. En tercer lugar, otorgando financiación subordinada para dotar fondos de reserva de efectivo para respaldar a los bonos (mejora de crédito). En cuarto lugar, reteniendo bonos subordinados.

3. TITULIZACIÓN Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO

La obtención de recursos mediante Titulización ha sido sin duda un factor determinante en la gestación de la burbuja de crédito en EEUU y, aunque en menor medida, también en Europa. Pero lo ocurrido no puede entenderse sin el marco de un período prolongado de política monetaria laxa y acomodaticia que propició la percepción generalizada de un escenario permanente de riesgo bajo. El crédito creció desmesuradamente en el mercado hipotecario, muy vinculado a la Titulización, y coadyuvó a la burbuja inmobiliaria, pero no sólo creció en ese sector sino de manera generalizada, propiciando inflación de todo tipo de activos reales y financieros. El apalancamiento sin precedentes del sistema crediticio occidental quizás sólo se pudo ejecutar utilizando como garantía los propios activos de las entidades, tanto mediante su Titulización como en formato de *Covered Bond*. Las entidades de crédito tuvieron acceso a recursos a muy largo plazo, sólo limitados por su capacidad de generar activos, y a tipos de interés históricamente bajos. El mejor ejemplo de esta situación quizás sea el sistema crediticio español y la emisión de Cédulas Hipotecarias, tanto de emisión individual como agrupadas por varios emisores en el denominado formato de multicédula. Hasta las entidades más pequeñas y sin calificación crediticia pudieron financiarse a plazos de hasta a treinta años a tipos similares a los de las primeras entidades del mercado y con diferencias del entorno de 10 puntos básicos sobre la curva *mid-swap*.

Las entidades de crédito tienen dos motivaciones para escoger la Titulización como alternativa de financiación: menor coste o arbitraje de capital regulatorio. A pesar de que esta última motivación, que supone dar prioridad a la cesión de riesgo, aportaría argumentos a quienes consideran que ahí reside el origen de todos los males que han generado esta crisis, la realidad es que no existe evidencia empírica que demuestre que esta motivación haya sido determinante en el crecimiento de la Titulización. Por el contrario, la explicación parece ser el menor coste de esta alternativa fren-



te a la deuda *senior*.¹² Es más, quizás la explicación no sea otra que la ausencia de alternativas, pues dónde se pudo crecer con Covered Bonds, una alternativa de menor coste que la titulización, se hizo prácticamente hasta el límite.

La cuestión relevante no es tanto la referente a los instrumentos financieros en los que se materializó el apalancamiento de las entidades, sino qué desencadenó la demanda aparentemente sin límite de dichos instrumentos. Como factores más importantes pueden considerarse, la disponibilidad de un gran flujo de ahorro procedente de Asia y los países productores de petróleo, demandante de instrumentos de bajo riesgo y mayor rentabilidad que la de la deuda pública;¹³ la menor disponibilidad de deuda pública por la mejora de los desequilibrios internos de algunos países y el desplazamiento de los mercados hacia instrumentos de deuda privada con capacidad de actuar como *benchmarks*;¹⁴ el proceso de desintermediación bancaria mediante instituciones de inversión colectiva necesitado de títulos; la demanda de los vehículos de arbitraje (*Conduits* y *SIVs*) financiados con papel comercial, a su vez demandado por los fondos de inversión; el propio apetito de la banca de inversión para construir estructuras CDO; la relajación de requisitos de consumo de capital para determinados intermediarios¹⁵; y la inestimable ayuda de las agencias de calificación.¹⁶

La creciente demanda de instrumentos “primarios” de Titulización, es decir bonos directamente respaldados por préstamos, tanto por parte de inversores finales como por los vehículos de desintermediación, pudo incentivar la concesión de

¹² The Joint Forum (2011), revisa la literatura sobre este particular que incluye el caso de España.

¹³ Sobre esta causa del crecimiento de la Titulización, Caballero (2009).

¹⁴ BIS (2001) Es interesante la lectura de este documento previo al comienzo de los desencadenantes de la crisis.

¹⁵ Nadauld y Sherlund (2009) aportan evidencia de elementos de endogeneidad entre el mercado primario (hipotecas) y secundario (titulizaciones). Muestran que los cambios introducidos en la *Securities Exchange Act* en 2004 que relajó los requisitos de capital a determinados *broker-dealers*, tuvo como consecuencia ampliar la capacidad de almacenamiento de riesgo de estos intermediarios y dio lugar a un incremento de demanda de hipotecas *subprime* por estas entidades con el propósito de generar bonos de titulización.

¹⁶ Ver Ashcroft *et al.* (2009) y Bolton *et al.* (2010), sobre la concesión de *ratings* en esos años.

préstamos, pero esto no es sino la manifestación de la disponibilidad de ahorro y de su distribución por las entidades de crédito. Cuestión distinta es la demanda de instrumentos primarios para construir estructuras con un destino cada vez más alejado de la captación de ahorro y más cercano a la gestión de posiciones de riesgo o a la simple especulación sobre los mercados en última instancia subyacentes. Valga como dato de la importancia de este tipo de demanda que en el período 2004-2007 en EEUU se emitieron \$1.4 trillones de CDOs frente a \$2.5 trillones de RMBS.¹⁷

4. DETERIORO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN

Parece evidente que los instrumentos de deuda con respaldo de activos canalizaron el ahorro externo haciendo posible en algunas economías una expansión sin precedentes del crédito, especialmente del hipotecario. Es más, quizás difícilmente se podría haber producido tal expansión del crédito si los bancos no hubieran dispuesto de dichos instrumentos. Pero, dado que el incremento estuvo asociado a un deterioro del riesgo, también sin precedentes, la siguiente cuestión es si puede atribuirse a dichos instrumentos el ser los causantes del deterioro de los estándares de concesión.

Sobre esta cuestión empezamos enunciando una proposición que debiera ser aplicable con carácter más general. Ninguna industria de tamaño significativo puede crecer durante periodos prolongados a tasas que excedan significativamente al crecimiento real de la economía sin deteriorar sus estándares de calidad, si no es en presencia de algún tipo de avance tecnológico o de un desplazamiento de las preferencias de los consumidores o de cambios en el entorno en el que se desarrolla la industria.

Esta proposición, con todas las salvedades, puede aplicarse a la industria financiera y en particular al crecimiento del crédito, especialmente el hipotecario durante el período 2002-2007. Independientemente del origen e instrumentación

¹⁷ Según datos recogidos en US Senate (2011) pg. 334. No se incluyen las GSE.



de la financiación, el crédito sólo podía crecer a tasas tan altas y durante un período tan prolongado a cambio de un deterioro de sus estándares de concesión que permitiera acceder a colectivos cada vez más amplios y, por tanto, de menor riqueza y capacidad de pago. No obstante, son numerosos los que consideran que la Titulización es directamente culpable del deterioro de la calidad del crédito, al permitir a los originadores transferir el riesgo de los préstamos y desvincularse de su comportamiento.¹⁸ Según esta tesis, ampliamente contrastada en el segmento *subprime* EEUU, la importancia del modelo “originar para distribuir” tornó irrelevante la calidad del crédito para los originadores. Según el citado informe del Senado de EEUU, de 2000 a 2006 las hipotecas de alto riesgo pasaron de representar el 12% del total de préstamos concedidos anualmente a ser el 34%¹⁹. En 2003 se frenó el crecimiento en el segmento de hipotecas de calidad, *Conforming* y *Jumbo* pero siguieron creciendo los segmentos de alto riesgo y aumentando su tasa de Titulización. También es un dato revelador del deterioro de la calidad que en ese período sólo el 36% de los préstamos hipotecarios *subprime* fuera destinado a compra de vivienda, siendo el resto refinanciaciones.

En España en ese mismo periodo se produce un continuo crecimiento tanto de la Titulización como de la emisión de Cédulas, pero, al no estar segmentado el mercado ni las estadísticas por tipología de préstamos, no disponemos de datos sobre el deterioro de los estándares de concesión, aunque obviamente sí exista evidencia sobre el aumento de su morosidad. Igualmente, sí conocemos que durante ese período en nuestro mercado hipotecario también se produce un desplazamiento de la oferta de préstamos hacia colectivos de inferior capacidad de pago y menor arraigo (no residentes e inmigración). Simultáneamente se produce una inflación de las tasaciones de los

inmuebles y, además, un deterioro del porcentaje medio de cobertura de las garantías (relación préstamo-valor de tasación), se alargan los plazos de concesión para reducir las cuotas y acceder a préstamos de mayor importe y, en el marco totalmente generalizado de tipos de interés variables, proliferan las ofertas de fórmulas que incorporan riesgo adicional de tipo de interés (carencias y similares) e incluso la posibilidad de amortización negativa (de cuenta de crédito). En definitiva, también en España, aunque sin constituir una categoría específica, proliferan préstamos que por su riesgo deberían ser considerados *subprime*.²⁰ Ahora bien, en España no es en el segmento minorista donde se encuentra la verdadera bolsa de alto riesgo hipotecario, como prueba su relativamente reducida tasa de morosidad, sino en el segmento de préstamo promotor, en particular el vinculado exclusivamente a suelo. Por otra parte, hasta la fecha en España sólo se ha realizado una operación de Titulización MBS con préstamos a promotores. En otro tipo de ABS con préstamos a empresas sí se ha incluido riesgo promotor, pero creemos que esto se ha producido con cierta importancia quizás sólo recientemente.

Pero sí hay un elemento especialmente preocupante en la relación entre Titulización y deterioro de los estándares de crédito. Que la mayor oferta de recursos derivados de la facilidad de titularizar produzca un deterioro en la calidad media de los préstamos es un resultado que podemos considerar natural y casi inevitable, pero no lo es que la Titulización induzca por sí misma a conceder

¹⁸ A pesar de lo intuitivo del argumento hay poca evidencia que permita afirmar con generalidad que los préstamos titulizados se comportan peor que los que permanecen en el balance de las entidades.

¹⁹ El informe considera dicha cifra como conservadora. Sería muy superior si se incluyeran las hipotecas denominadas HEL, segundas hipotecas sobre la diferencia entre el saldo pendiente de la primera y el valor actualizado de la tasación. US Senate (2011) pag. 20.

²⁰ Carbó *et al* (2011), analiza para España la relación entre Titulización, crecimiento del crédito y deterioro de su calidad, concluyendo que puede establecerse una causalidad entre estos elementos. El estudio, con datos individualizados de operaciones y entidades, estima de manera conjunta: crecimiento del crédito, calidad del balance y cambios de *rating*. Los cambios de *rating* de las titulaciones se utilizan como indicador de calidad de los préstamos subyacentes. Asimismo, se utilizan los ratios de *non performing loans* (NPL) como indicadores de riesgo de las carteras de las entidades. El análisis no toma en consideración tres elementos que podrían cuestionar los resultados. 1) La mayor concentración de NPL corresponde a crédito promotor y este no ha sido titulado; 2) una parte muy importante de las rebajas de *rating* de las operaciones de titulización ocurridas partir de 2008 corresponde exclusivamente a cambios de criterio y de hipótesis por parte de las agencias de calificación, no a cambios en el comportamiento de los activos; y 3) la mayor parte de la financiación hipotecaria se realizó con Cédulas, no mediante operaciones de titulización.



préstamos de peor calidad. Sobre este particular *Fannie Mae* estimó que la mitad de los prestatarios con hipotecas *suprime* en realidad hubieran cualificado para recibir hipotecas *prime*.²¹ Este desconcertante dato que creemos no puede tener equivalente en Europa, revela la existencia de incentivos para conceder préstamos de mayor riesgo. Su justificación puede estar, por un lado, en las mayores comisiones cobradas a los clientes y, por otro lado, en el mayor precio en el mercado secundario de las hipotecas de alto riesgo.

Según datos internos de *Washington Mutual*, una de las entidades más activas en la originación y distribución en el segmento *subprime*, en 2005 la ganancia en la venta de una hipoteca de bajo riesgo, con garantía pública o estándar de tipo fijo, era de 13 y 19 puntos básicos respectivamente. Sin embargo, la venta de las de alto riesgo, HEL y *subprime*, generaba un beneficio de 113 y 150 puntos básicos, respectivamente. Esta situación era consecuencia de la fuerte demanda de este tipo de hipotecas por parte de la banca de inversión para construir estructuras CDO. Estos hechos dan lugar a una interpretación más preocupante. Al margen de que el excesivo crecimiento del crédito genere por sí mismo un deterioro de los estándares de concesión, la propia industria aparece como parte interesada en su deterioro y desarrolla estrategias de negocio que lo cultivan. Estas estrategias focalizadas en los préstamos de alto riesgo en algunos casos han venido acompañadas de prácticas de concesión que han sido caracterizadas como de “predador” (*predatory lending*).²² Prácticas que traspasando los límites deontológicos, cuando no los legales, colocan productos inapropiados a la clientela, bien por no ajustarse a sus necesidades y posibilidades, bien por no alcanzar a entender su verdadero riesgo.

Cuestión aparte y muy vinculada al posterior colapso de los mercados, son las prácticas de la banca de inversión en relación con la construcción y comercialización de CDOs especialmente diseñados para apalancarse o multiplicar la posición corta sobre los segmentos de mercado de mayor riesgo. En algún caso estas prácticas que

multiplicaron el riesgo de mercado estaban dirigidas a diseñar productos especialmente proclives a fallar. En concreto parece probado que Goldman Sachs promovió la construcción a través de terceros de estructuras CDO alimentadas con titulizaciones de hipotecas *subprime*, especialmente escogidas por su alta probabilidad de fallido. Estas estructuras eran comercializadas a determinada clientela institucional, desconocedora de que simultáneamente otros clientes informados de los pormenores de riesgo se ponían “cortos” en ese mismo producto.²³

En definitiva, al margen de prácticas que ponen a prueba el conflicto de intereses entre las posiciones propias de la banca de inversión y la clientela, cuando no rayanas en la estafa, posiblemente muy circunscritas a ciertos originadores e intermediarios del mercado de EEUU, no se puede afirmar que la Titulización sea la causante de la rebaja de los estándares de concesión de préstamos. La cuestión es que sin una rebaja en dichos estándares no se podrían haber concedido hipotecas para crecer a tasas tan elevadas. Es decir, no es la Titulización como técnica financiera la que deteriora la calidad del riesgo sino la facilidad para su refinanciación y ésta no es atribuible en exclusiva a la Titulización. En todo caso, al menos por lo que se refiere al mercado hipotecario, la responsabilidad sobre dicho deterioro y, especialmente, de la permisividad de prácticas de originación irresponsables cuando no fraudulentas, radica en el propio mercado hipotecario, deficientemente regulado y supervisado. La cuestión no es cómo se estaban refinanciando determinadas hipotecas sino por qué se estaba permitiendo su concesión. No deja de ser chocante que algún supervisor aparezca como azote de la Titulización al tiempo que parece haberse olvidado de sus responsabilidades como supervisor del mercado hipotecario. Por otro lado, aun aceptando que la facilidad de titular pudiera desincentivar el control del riesgo, ese no es el punto central, al menos en España. En nuestro país la transferencia de riesgo vía Titulización ha sido muy escasa y ello no evitó el deterioro de los criterios de concesión. Penalizar la herramienta de financiación y no actuar sobre el

²¹ Citado por Ashcraft y Schuermann (2008).

²² Ashcraft y Schuermann (2008).

²³ US Senate (2011). Pags. 318 y siguientes.



mercado de los activos es un error, pues no se acúa sobre el verdadero origen de los problemas.²⁴

Por otro lado, al menos en España, la Titulización ha tenido como efecto colateral positivo la mejora de la información en las entidades de crédito. Los requisitos aplicables a los procedimientos de Titulización establecidos en nuestra legislación y en las normas de la CNMV, así como las exigencias de las agencias de calificación, han obligado a las entidades a disponer de más y mejor información. Además, la obligación de auditar las carteras con carácter previo a su Titulización y el control posterior que ejercen sobre su administración las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización, introducen transparencia y cumplen funciones de depuración.

5. EL COLAPSO DE LOS MERCADOS

En un hecho sin precedentes, en julio-agosto de 2007 los mercados de deuda privada comenzaron a congelarse y en pocas semanas colapsaron. Cuatro años después ninguno puede considerarse plenamente restablecido y el de ABS todavía está a niveles mínimos, al menos en Europa, y posiblemente no se restablecerá en los términos previos a la crisis, ni en sus características ni en sus volúmenes. Aunque posteriormente se extendiera a prácticamente todos los ámbitos financieros, la crisis estalló en el de la Titulización y, más en concreto, en el de operaciones respaldadas por hipotecas *subprime*. Por tanto, no es de extrañar que se le atribuya una responsabilidad quizás mayor de la que le corresponda en el colapso global. El mal comportamiento del segmento *subprime* de EEUU era un hecho relativamente conocido desde comienzos del año

2007.²⁵ De alguna manera, el mercado descontaba dicha situación sin atribuirle mayor trascendencia, entendiéndola que la envergadura de los fallidos era asumible y que los problemas quedarían circunscritos a dicho mercado. Muy pocos eran conscientes entonces del grado de interrelación alcanzado por el sistema financiero, causado en gran parte por la banca de inversión, y quizás nadie descontaba que un shock podía causar el colapso en cadena de mercados y entidades. Este shock fue la masiva revisión de calificaciones de las Agencias de Rating en un plazo muy breve de tiempo.²⁶

A la Titulización se le atribuye la virtud de diseminar el riesgo y en consecuencia de mitigar el impacto de eventos que de otra manera podrían poner en riesgo al sistema. Como prueba de ello se aportaba una lectura de las dos últimas crisis cuyo limitado impacto podía atribuirse en gran parte al crecimiento de la Titulización y la progresiva desintermediación de los bancos. En un mundo con el riesgo adecuadamente diseminado mediante instrumentos como la Titulización y los vehículos de inversión colectiva, el sistema estaba a salvo de catástrofes. Por tanto, el vertiginoso crecimiento de lo que se ha convenido en llamar “banca en la sombra”, es decir, sin capital, escasamente regulada y deficientemente supervisada, no se percibió como problema sino como avance. La realidad fue otra. Efectivamente, la Titulización en su escalón más primario disemina el riesgo concentrado en los balances bancarios, distribuyéndolo entre inversores institucionales. Además, separándolo en tramos de distinto nivel de riesgo puede asignarlo de manera más eficiente según el perfil de riesgo de los inversores. Por su parte, los inversores institucionales -instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y compañías de seguro- conforman el segundo escalón de distribución, completando la dispersión entre sus partícipes minoristas. Hasta aquí todo bien, y esta desintermediación bancaria puede ser justificación para una reducción de las necesidades de capital del sistema. El problema reside en que una parte del sistema, la banca de inversión, llevó a cabo paralelamente un proceso

²⁴ El mercado de préstamos a estudiantes de EEUU, de gran envergadura, puede estar engendrando un problema similar al de las *subprime*. Se trata de préstamos con apoyo público que son titulizados masivamente. Los intermediarios, algunos creados por las propias universidades, han expandido el crédito hasta una población de escasos recursos que se encuentra atrapada cuando el mercado laboral no responde a las expectativas de empleo engendradas por la adquisición de un mayor nivel de educación. Las propias universidades, aparte del negocio financiero consiguen incrementar su “clientela” beneficiándose indirectamente de la subvención pública implícita en los préstamos.

²⁵ La mora de más de 6 meses alcanzó el 10% a finales de 2006 casi el doble de la de un año antes.

²⁶ US Senate (2011) pag. 7.



de concentración de riesgo vinculado a la Titulización y a la maraña de “Derivados de Crédito” que resultó ser una bomba de relojería.

La banca de inversión, mediante CDOs y Derivados creó una pirámide invertida de riesgo apoyada en el mercado *subprime*. Distribuyó una parte de este riesgo contaminando a la banca europea y a inversores institucionales, pero al tiempo retuvo una porción importante en tanto que vendedora de seguros, en formato CDS, sobre operaciones con subyacente *subprime*. En otra actividad paralela y relacionada, la banca facilitó el apalancamiento de *hedge funds*, fuertemente invertidos en CDOs contruidos con tramos *mezzanine* de RMBS *subprime*. Además, creó, gestionó y dio liquidez a *Conduits* y *SIVs* financiadas con papel comercial, alimentados con todo tipo de ABS a largo plazo. Todas estas actividades generaron una gran concentración de riesgo en un número relativamente limitado de entidades y aumentaron el nivel de correlación entre posiciones aparentemente independientes.

Por otro lado, en 2007, de manera un tanto súbita, las Agencias de Calificación desencadenaron una rebaja de calificaciones masiva de operaciones vinculadas a hipotecas *subprime*. En los primeros once meses de 2007 rebajaron la calificación a 8.822 RMBS y a 11.892 CDOs. Esta rebaja ocurrió muy concentrada entre julio y octubre.²⁷ Ahora bien, si sorprende la extensión de las rebajas, más sorprende su profundidad e inmediatez respecto al momento en que dichas calificaciones fueron otorgadas. Un alto porcentaje de lo originalmente emitido como triple-A pasó directamente a bono basura y, en 2010, la práctica totalidad de las RMBS *non-prime* originalmente triple-A emitidas entre 2006 y 2007 en EEUU habían sido rebajadas a dicha categoría. Las operaciones con hipotecas *prime* no corrieron mucha mejor suerte, pues según tipo y año el porcentaje de las rebajadas a bono basura oscila entre el 81% y el 92%.²⁸ Hay que tener en cuenta que durante la primera mitad de 2007 las Agencias continuaron concediendo calificaciones AAA a RMBS y CDOs *subprime*, a

pesar de que las señales de deterioro del mercado estaban ya presentes incluso en la prensa.²⁹

Para entender que continuara el otorgamiento generalizado de AAA rebasado el zenit del ciclo en el mercado inmobiliario, casi solapándose con el comienzo de las rebajas de calificación masivas, hay que tener en cuenta que la metodología que utilizan las Agencias para los bonos respaldados por activos, aunque con pretensiones de “mirar a través del ciclo” resulta ser en última instancia procíclica. Las Agencias utilizan como principal input los históricos relativamente cortos de los activos subyacentes y aderezan sus modelos con hipótesis, la mayoría de las veces escasamente contrastadas, sobre el comportamiento de los agentes económicos, las instituciones y los mercados. No sabemos cómo afectará en el futuro a sus modelos e hipótesis la experiencia de la actual “Gran Recesión”, aunque lo que vamos observando por el momento en lo referente a las exigencias para otorgar niveles AAA se parece a un comportamiento paranoico más que al resultado de un análisis frío de lo acontecido. La realidad es que en los años del reciente boom, sin duda desbordadas por una demanda imparable que no estuvo acompañada de una mayor dotación de recursos, fueron fácilmente contaminables por el optimismo reinante, y actuaron tarde y sobre-reaccionando, haciendo más aguda la fase descendente del ciclo. Contaminación de optimismo aparte, el modelo de contratación de los rating aporta otros elementos de prociclicidad. Son solicitados y pagados por los emisores y estos, con carácter previo a la finalización del proceso, tienen posibilidad de negociar las condiciones para su obtención y de cambiar de agencia. Dicho modelo, en un contexto de presión del mercado para obtener calificaciones AAA, dio lugar a un negocio altamente lucrativo para las agencias y a unos resultados que parecen confirmar el conflicto de intereses entre calidad y negocio. Hay que tener en cuenta que, a pesar de que su obtención tiene un elevado coste en comisiones, la rentabilidad de un *rating* AAA es muy elevada, pues en la mayoría de los casos no disponer de dicho nivel

²⁷ US Senate (2011).

²⁸ US Senate (2011) pag. 267.

²⁹ El mercado inmobiliario en EEUU se consideraba que había tocado techo en el último trimestre de 2006. En diciembre de 2006 fallaron dos originadores de *subprime* y en febrero ya habían cerrado 22.



hace inviable el propio bono, bien por no existir mercado o por quedar excluido de determinadas opciones normativas. Quizás resulte difícil comprender el error masivo en las calificaciones de las operaciones de RMBS, sin embargo el de los CDOs puede atribuirse directamente a una metodología de calificación que para este tipo de “re-titulizaciones” utiliza como input principal los ratings de las operaciones subyacentes y que no tuvo en cuenta que las correlaciones se pueden disparar en situaciones extremas. Este proceder tiene efecto multiplicador sobre los errores.

En la segunda mitad de 2007, la constatación del deterioro de las tasas de morosidad en el mercado *subprime* y la oleada de *downgrades* de RMBS y CDOs, alguno de estos especialmente diseñado para propiciar su fallido, comenzó a causar problemas de liquidez en inversores institucionales, especialmente en *hedge funds* muy apalancados. Comenzó a extenderse la desconfianza sobre cualquier operación con subyacente *subprime* y rápidamente se generalizó a cualquier tipo de ABS, independientemente del comportamiento de las carteras de respaldo. La pérdida del AAA de muchos activos y las necesidades de liquidez para hacer frente a retiradas de partícipes hizo que inversores institucionales se vieran forzados a vender en mercados muy estrechos cuya liquidez nunca fue muy alta, con el correspondiente colapso de precios. Por su parte, los *Conduits* y *SIVs* perdieron súbitamente su capacidad de refinanciación al desaparecer el mercado de ABCP, también con-

taminado por la desconfianza en cualquier activo relacionado con la titulización. En la medida en que esta situación se produjo de manera simultánea en todos los vehículos de esta naturaleza, sus líneas de liquidez concentradas en sus bancos promotores resultaron ser insuficientes, obligando a la venta de activos o la absorción del vehículo por el banco. A comienzos de 2008 el contagio pasó a los *Covered Bonds*, tras la huida en desbandada de la banca de inversión incapaz de hacer frente a sus compromisos contractuales de aportar liquidez al mercado de operaciones *Jumbo*. En el transcurso de seis meses escasos los mercados de deuda privada pasaron de la euforia a quedar atrapados en una espiral deflacionista y desaparecer. Los acontecimientos que derivaron en la actual crisis de deuda pública son otra historia.

6. QUÉ HACER

Tras lo que la mayoría percibe como un desastre, a lo que no es ajeno la imagen del permanente castigo de las rebajas de calificación, la realidad esconde que los fallidos en productos de Titulización son escasos y perfectamente asumibles por el sistema. En Europa los datos son demoledores, en EEUU no tanto. En el Cuadro 5 sólo mostramos los de *Standard & Poor's*, pero no hay razones para pensar que los de las otras Agencias sean muy distintos. Además hay que tener en cuenta que fallido no significa necesariamente 100% de pérdida. No

CUADRO 5
Operaciones de Titulización calificadas por Standard and Poor's
Tasas de fallido acumuladas en Europa y EEUU

Rating original	Período 6/2007 - 3/2011					EEUU
	Europa				Total	
	RMBS	ABS	CMBS	CDO		
AAA	0,00	0,00	3,27	3,36	0,85	6,06
AA	0,00	0,00	0,81	3,85	2,44	20,78
A	0,33	0,00	0,86	3,37	1,24	20,57
BBB	0,92	0,00	4,35	2,39	1,83	22,37
BBB	2,86	2,71	18,45	2,31	3,98	34,89
B	0,58	4,13	59,5	0	5,43	43,46
Total	0,07	0,15	2,91	3,38	1,09	8,4

Fuente: S&P



conviene confundir la realidad con los modelos de las Agencias y lo que estas denominan resultados que no son sino sus propias “matrices de transición” entre niveles de *rating*. Compárense los datos de fallido con los de rebaja de calificación. Esta misma Agencia nos informa de que, en Europa en ese mismo período, se rebajó la calificación al 15% de los productos AAA (su fallido acumulado fue 0,85%, concentrado en CMBS y CDO) y al 44,7% de los niveles denominados especulativos (inferior a BBB).

Si estos son los datos ¿por qué penaliza la nueva regulación y el BCE a los productos de Titulización, incluso a los más básicos? Valga como ejemplo que en la facilidad de liquidez del BCE un bono corporativo calificado A por una agencia está mejor tratado que una titulización RMBS con AAA por dos agencias. Podemos aventurar que parte de la desconfianza de los mercados hacia los productos de Titulización la generan los propios Reguladores que transmiten una imagen de producto contaminante.

La Titulización es una herramienta que aporta valor, pero, como otras muchas, es peligrosa en manos de quién la utiliza como arma. La falta de transparencia y la confianza depositada en los *rating*, promovida por la propia normativa, han sido el perfecto caldo de cultivo para el desarrollo de productos que nunca debieron existir, muchos de ellos de inescrutable nivel de riesgo. Las iniciativas para obligar a las entidades a disponer de información exhaustiva de los activos son bienvenidas y deberían aplicar tanto a los utilizados en las operaciones de Titulización como en las de *Covered Bonds*. Su puesta a disposición de los inversores a nivel de préstamo puede ser en muchos casos innecesaria por excesiva, pero tiene la virtud de obligar a las entidades a mejorar sus sistemas y cuidar la información, base de cualquier política de control de riesgos.

Respecto al papel de las agencias de calificación, no sólo en lo referente a la Titulización sino a cualquier otro ámbito de su actuación, cuanto antes se las saque de la normativa como entes certificadores, mejor.³⁰ Asimismo, cuanto antes se revise el significado de las calificaciones, en parti-

cular las de los niveles altos de la escala, también mejor, pues la evidencia empírica de su capacidad de discriminación es nula.³¹ Los *rating* se han convertido en uno de los principales focos generadores de inestabilidad del sistema financiero.

La nueva regulación sobre Titulización también busca corregir lo que se considera falta de convergencia de incentivos y conflictos de interés. La regulación estrella en esta área es por el momento la obligación de que los titulizadores retengan un porcentaje de riesgo de las operaciones para que estas sean aptas como inversión para otras entidades de crédito y para el Eurosistema.³² La realidad es que en Europa esta norma debería tener escaso efecto, al menos en un horizonte no precisamente corto, pues no hay evidencia de que las entidades de crédito se hayan desentendido de la evolución de sus carteras titulizadas, de las que siguen siendo administradoras y gestionan de manera no diferenciada. Ahora bien, su desarrollo por el momento lleva camino de ser un galimatías cuya comprensión y posterior aplicación tendrá efectos negativos sobre la Titulización. Una vez más, en Europa se regula con la vista puesta en EEUU.

BIBLIOGRAFÍA

Ashcraft, A. y Schuermann, T. (2008): “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage credit”. *Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports*, nº 318.

Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P y Vickery, J. (2009): “MBS ratings and the Mortgage Credit Boom. Working paper. FRBNY.

BIS (2001): “The Changing Shape of Fixed Income Markets”. *Monetary and Economic Department BIS Papers Nº 5*. Bank of International Settlements. Basilea, octubre de 2001.

Bolton, P., Freixas, X. y Shapiro, J. (2010): “The Credit Ratings Game”. Working paper. CEPR.

³⁰ Dittrich (2007).

³¹ Sólo existe evidencia y muy limitada para el sector de *corporates* en EEUU.

³² Modificación de la Directiva 2006/48/EC, Art. 122 bis.



Caballero, R. (2009): “The Other Imbalance and the Financial Crisis”. *MIT Dept. of Economics Working Paper N° 09-32*.

Carbó, S., Marqués, D. y Rodríguez, F. (2011): “Securitization, Bank Lending and Credit Quality. The Case of Spain”. *European Central Bank Working Paper Series n° 1329/abril 2011*.

Dittrich, F. (2007): “The Credit Rating Industry: Competition and Regulation” *University of Cologne Department of Economics, working paper*.

IOSCO (2008): “Report of the Task Force on the Subprime Crisis”. Technical Committee of the IOSCO. Mayo 2008.

Nadauld, T. y Sherlund, S. (2009): “The Role of Securitization in the Expansion of Subprime Cre-

dit”. Finance and Economic Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington D.C.

Report to the Congress (2010): Report to the Congress on Risk Retention. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington DC., octubre de 2010.

The Joint forum (2009): “Report on Special Purpose Entities”. Bank of International Settlements. Basilea, octubre de 2009.

The Joint Forum (2011): “Report on Asset Securitization Incentives”. Bank of International Settlements. Basilea, Julio de 2011.

US Senate (2011): “Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse”. *Permanent Subcommittee on Investigations*. US Senate, Washington D.C., abril de 2011.

