

LA TITULIZACIÓN COMO VEHÍCULO DE LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA 2000-2008

Securitization as a vehicle for the Spanish Economic crisis 2000-2008

JUAN L. VALDERRÁBANO*

Fecha de recepción: 14 de octubre de 2022

Fecha de aceptación: 6 de noviembre de 2023

El problema

“[...] imaginemos que contamos con una fortuna mayor que la suma del dinero empleado en el Plan Marshal, la compra del Estado de Lousiana, la Guerra de Korea, el New Deal, la Guerra de Irak, la guerra de Vietnam y la operación de la NASA que llevó al aterrizaje en la Luna, y que, de la noche a la mañana, lo perdemos” (Lanchester 2010).

“El fundamento de la crisis inmobiliaria española está en la base de otras crisis e históricamente así ha sido” (Schultze 1964, 90).

En cualquier caso, toda crisis necesita fondos. Para financiar la actividad inmobiliaria que tuvo lugar entre 2000-2008, eran necesario recursos financieros importantes. Mucha liquidez. Para ello era necesario emitir bonos lo que a su vez precisa un activo (una deuda) renovable y ésta fue la actividad hipotecaria. Ésta aportaba liquidez al sector inmobiliario prácticamente bajo demanda, a partir de su actividad propia, esto es, la construcción y venta de inmuebles. Se obtuvieron fondos al titular los préstamos hipotecarios, y convertir la

* j.valderrábano@alumno.ucjc.org Dep. de Economía Aplicada Ucj, Almagro 7, 28010 Madrid, Spain.

deuda hipotecaria de los clientes, en manos de las MFI (Monetary and Financial Institutions) en el sustrato de la nueva actividad financiera, los bonos de titulización como fuente de liquidez. Esta innovación tiene unas características peculiares tanto jurídicas, como regulatorias. Durante el boom inmobiliario, construir más casas y venderlas, demandaba más crédito a la construcción y también para la concesión de hipotecas a los compradores. La innovación financiera, titularizar, hacía que los fondos para estas actividades, los proporcionaran a su vez los activos inmobiliarios titulizados, correspondientes a hipotecas concedidas anteriormente. Así que de esta manera se suministraban fondos, obtenidos sobre la deuda hipotecaria ya contraída, para continuar con la financiación de la nueva actividad hipotecaria. El mecanismo funciona de la siguiente manera. El activo en cuestión, préstamos hipotecarios en este caso, se cede o vende a una entidad en este caso un Fondo de Titulización (FT). Por esta operación la MFI recibe unos fondos y como veremos algo más. El FT que se hace cargo del activo, los préstamos hipotecarios, los tituliza es decir empaqueta y emite bonos con la garantía inmobiliaria en este caso de los préstamos citados. Esos bonos se colocan entre inversores y el mercado. Una parte de ellos los adquiere la entidad cedente, la MFI que aporta los préstamos hipotecarios como señal de garantía. Por tanto, el activo debería de desaparecer del balance de la MFI e ir a parar al del comprador, el Fondo de Titulización. ¿Qué sucede? Pues que las cosas así dispuestas le causan conflictos a la MFI. El conflicto tiene su origen en que se desea opacidad en el contenido de los préstamos en particular de los titulares, y el mercado requiere transparencia.

La Circular 04/2004 del Banco de España¹ y el coeficiente de solvencia de la banca

Titularizar presenta modalidades en lo que a la emisión de instrumentos de deuda respecta, como bien disponer de los instrumentos de

¹ <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2004-21845>

deuda (“originar para distribuir”) es decir ofrecer los mismos en el mercado o bien conservarlos la entidad hasta vencimiento (“buy and hold”).

En (Martin-Oliver and Saurina 2008, 3) establecen que:

“El modelo “originar para distribuir” no está libre de riesgos como ha mostrado los recientes vaivenes en el Mercado financiero. Hay dos problemas principales. El primero es el incentivo que el prestamista tiene controlar y vigilar una vez se deshaga del crédito con rapidez. Como señalaban Gorton y Pennacchi (1995) un banco que vende créditos tiene que convencer a los compradores de préstamos de su compromiso para valorar la calidad crediticia de los tomadores conservando una porción del riesgo. Esto hace el incentivo compatible con la titulización del activo. El hecho de que los originadores hayan eliminado todo el riesgo de crédito de la titulización, hace que la falta de confianza del inversor se produzca, en aquellos ABS en los que tengan un accidente. El segundo problema es una excesiva dependencia del mercado mayorista para financiar el crecimiento del crédito (como en Northern Rock²). El modelo alternativo “buy and hold” (mantener en el balance hasta el vencimiento), que se ha visto erosionada en los últimos años, hace más apremiante que entendamos por qué los bancos españoles han estado titulizando, solamente para financiar el crecimiento del crédito, y no porque su nivel de riesgo era muy alto o sus ratios de solvencia muy bajos”³

² Banco UK que proporcionaba préstamos hipotecarios a tipos muy bajos (Congdon 2009, 195).

³ “The “originate to distribute” model is not free of risks as the recent turmoil in financial markets has shown. There are two main problems. The first one is the incentives that the lender has to properly screen and monitor borrowers, since it is going to get rid off the credit risk quickly. As Gorton and Pennacchi (1995) pointed out earlier, a bank selling loans must continue to convince loan buyers of its commitment to evaluate the credit quality of borrowers by maintaining a portion of the loan's risk. That makes asset securitization incentive compatible. The fact that some loan originators might have shed off all the credit risk in a loan securitization made the lack of confidence from investors in those ABS an accident to happen. The second problem is an excessive reliance on the wholesale market to fund lending growth (as in Northern Rock). The fact that the alternative “buy and hold” model (i.e. the bank loan is kept in the balance sheet until maturity) has been eroded during the last years makes even more compelling to understand why do banks securitize Spanish banks have been securitizing assets only to fund their lending growth and not because their risk level was too high or their solvency ratios too low.”

Este proceso tuvo, en el caso de España, dos etapas claramente diferenciadas por la regulación bancaria. Antes y después de la circular 04/2004 del Banco de España. No por el procedimiento de titularizar sino por su instrumentación jurídica y normativa. Estas etapas determinaron una diferencia importante, para inversores y clientes de las MFI, pues lo que antes no aparecía en el balance de las MFI, es decir, la cartera de créditos titulizados por la MFI que fueron traspasados al fondo, después se recogía en el balance de la MFI, aunque de manera un tanto particular. Antes de la circular 04/2004, la Circular del Banco de España 04/1991 había establecido, que el paquete de hipotecas segregado, podía desaparecer del balance de la MFI.

La circular dice⁴:

“Así, mientras que en la 4/91 la regla, por defecto, era dar de baja del balance los activos asociados a la titulización [...]”

Esta situación, además de a la MFI, afectaba a los derechos de los clientes y a los inversores, al no tener estas entidades interpuestas (las depositarias del activo), que cumplir con los requerimientos legales de las MFI.

En resumen, antes de la Circular 04/2004 quedaba —a efectos del balance de la MFI— una situación en la que no aparecía el activo hipotecario titulizado. Otros instrumentos financieros como las cédulas hipotecarias, aunque se podían vender a terceros e incluso a los propios clientes de la entidad, no estaba permitido eliminar este riesgo del balance de las MFI.

Como venimos señalando, el proceso desencadenado por la circular 04/2004 tuvo que recoger la nueva situación. A causa de la Circular 04/2004 se produce⁵:

“[...] la vuelta al balance de alguno de los activos titulizados que había causado baja en aplicación de las normas en vigor hasta la promulgación y entrada en vigor de la CBE 4/2004. Este cambio ha

⁴ Circular 04/2004 de 22 de diciembre de 2004 negritas mías.

⁵ AHE Boletín Estadístico 2008.

originado un aumento excepcional del saldo de crédito [...] y en los depósitos a plazo [...] entre otras”

La entrada de fondos proveniente de la cesión (venta) del activo al fondo gestor, figuraba en el balance de la MFI bien es verdad que opaco⁶. En su contabilización, aparece como un depósito a la vista⁷, del cual se minora el importe de la cartera de bonos propiedad de la MFI. Parte de estos bonos emitidos por el Fondo de Titulización con el activo hipotecario como colateral, son adquiridos por la MFI. Creemos, que hubo que resolver el problema, con la puesta en marcha de la circular, de qué hacer con la parte del riesgo que conservaba la MFI. Aunque había cedido el activo aún conservaba una parte del mismo, lo que era habitual como señal de confianza para clientes e inversores como hemos explicado. La solución de la circular 04/2004 fue la de contabilizarlos, no de forma explícita como otro activo, sino minorando la partida que hemos señalado que recoge la venta del activo cedido. El importe de estos bonos ponderados va a parar al coeficiente de solvencia de la entidad, lo que estimamos cuestionable.

Los clientes de la entidad cuya hipoteca había sido traspasada al Fondo de Titulización (Depositaria en este caso), mantenían la relación bancaria con la MFI pues esta, no le comunicaba al Fondo los datos de los titulares cuya póliza había sido cedida, existiendo una cierta opacidad para el Fondo de los datos de los titulares de los créditos, ni a estos de su cesión. Todo deudor tiene derecho a saber en manos de quien está su deuda, o sea, quien es el acreedor⁸. Se puede entender la desconfianza ulterior en la calidad del activo.

En cuanto a la circular 04/2004 establece que el riesgo debe de volver al activo de la MFI, y por eso el dato del saldo hipotecario titulado en el balance de la MFI, no lo recogía la MFI hasta esa fecha (mayo 2005). Este cambio tiene a todos los efectos una importancia jurídica notable para la MFI, y en particular para los clientes (ver nota 7).

⁶ Ver formulario FI_100-4.A del Banco de España.

⁷ No hay muchas posibilidades de recoger esa de entrada de fondos en otro lugar del balance.

⁸ Esta es una cuestión conflictiva Incluso aunque se estipule en contrato (ver p. ej. ADI-CAE).

El informe mencionado (Martin-Oliver and Saurina 2008, 5) dice⁹:

“[...] España es un país en el que los bancos han recurrido a titulizar de forma creciente durante los últimos años. De hecho, España es el mayor emisor de ABS en Europa después de los bancos de Gran Bretaña y es también el segundo emisor de Cédulas Hipotecarias, solo superado por las German Pfandbriefe. En la actualidad más del 25% de la cartera ha sido titulizada directamente o por medio de Cédulas Hipotecarias. El caso español es interesante porque permite distinguir entre estos dos productos Cédulas Hipotecarias y ABS (y también los diferentes tipos de colateral de los segundos). En el caso de las Cédulas Hipotecarias, la liquidez es la única razón para titulizar un paquete de préstamos hipotecarios, ya que el riesgo y los requerimientos de capital no cambian con la cuestión (p.ej. los préstamos que soportan las Cédulas Hipotecarias permanecen en el balance). Sin embargo, en el caso de los ABS los bancos pueden titulizar de manera de transferir el riesgo y/o los requerimientos de arbitraje de capital.”

La situación en agosto de 2008

“Los políticos tratan de resolver el problema del exceso de deuda ganando tiempo. Esto fracasará. La represión financiera tendrá que ser relevante y requerirá una importante coordinación política. Además, no se ocupa de las cuestiones apremiantes como los desequilibrios globales, y los ajustes requeridos dentro de la eurozona [...] creemos que el fracaso de no actuar a tiempo aumenta el

⁹ “[...] Spain, (is) a country where banks have resorted to securitization in an increasing way during the last years. In fact, Spain is a major issuer of ABS in Europe, only second to British banks and it is also the second issuer of covered bonds, only surpassed by German Pfandbriefe. Currently, more than 25% of the bank mortgage portfolios have been securitized, either directly or through covered bonds. The Spanish case is also interesting since it allows us to distinguish between these two very different products, covered bonds and ABS (and also the different types of assets backing the latter). In the case of covered bonds, liquidity is the only reason to securitize a bundle of mortgages, since the risk or the capital requirements do not change with the issue (i.e. the mortgages backing the covered bond remain in the balance sheet). However, in the case of the ABS banks might also securitize so as to transfer risk and/or arbitrage capital requirements.”

riesgo de [...] una crisis financiera y económica desatada [...] Dado que los cofres de los gobiernos están vacíos y el uso reciente de los instrumentos monetarios, no queda mucho más para estimular la economía. Será difícil estabilizar las economías y organizar un aterrizaje suave [...] O los políticos organizan, una reestructuración sistemática de la deuda del mundo occidental, y/o generan inflación deprisa, o corremos el riesgo de que la situación se vuelva fuera de control. En cuyo caso no habrá lugar donde esconderse¹⁰.

(Rhodes and Stelter 2011, 1)

Como ya hemos señalado, los fondos provenientes del negocio hipotecario proporcionaban fondos para la actividad bancaria. Se computaban como un depósito a la vista, y se concedían más créditos. Es decir, parte del dinero para conceder más hipotecas no provenía de los depositantes o del ahorro sino de la venta de un derecho de cobro y la garantía del activo. Se contabilizaba como un depósito según la normativa del Banco de España. Los fondos provenientes de la venta de un activo hipotecario para su titulización, no son equiparables desde el punto de vista del riesgo, al conjunto de los depósitos de clientes, ni por la naturaleza ni por el plazo. El crédito nuevo financiado con las titulizaciones anteriores, se empleaba con idéntico propósito, es decir, dar más crédito hipotecario que a su vez se titulizaba¹¹, y sucesivamente.

Es muy importante resaltar dos cosas:

¹⁰ In August, in *Stop Kicking the Can down the Road: The Price of Not Addressing the Root Causes of the Crisis*, we argued as follows: "Politicians are trying to solve the problem of too much debt by playing for time. This will fail. Financial repression would have to be significant and requires close political coordination. In addition it does not address the pressing issues of global imbalances and the adjustments required within euro zone ... [W]e believe that the failure to act significantly increases the risk of an ... unconstrained financial and economic crisis ... Given the empty coffers of governments and their recent heavy use of monetary instruments, there is not much left to stimulate the economy. It will be very hard to stabilize economies and organize a soft landing ...". We concluded: "Either the politicians need to organize systematic debt restructuring for the Western world and/or generate inflation fast, or we run the risk of the situation spinning out of control. In which case, there will be not palace to hide."

¹¹ En este punto hay una consideración delicada (Minsky 2008) que señala que un proceso de este tipo precisa 450 puntos básicos cantidad excesiva s nuestro juicio.

1. A efectos del balance de la MFI los fondos provenientes de la venta del paquete de hipotecas, se contabiliza como un depósito más (ver Banco de España Formulario citado: FI_100-4.a — Información adicional al Banco de España sobre determinadas partidas del balance. Desglose de depósitos por sector y tipo de producto (a) [2507])
2. Los bonos provenientes de la titulización de ése paquete en propiedad de la MFI minoran el pasivo (ver el mismo apartado anterior).

El efecto de esta norma se puede percibir en los datos agregados. Se trata de que hay dos magnitudes altamente correlacionadas con el saldo hipotecario titulizado (media móvil de tres meses) el Euribor a 12 meses y la masa monetaria (M3) ambas durante el mismo período. El saldo hipotecario titulizado entre 2000 y 2008, está correlacionado con el M3 en el mismo período al 95,84%. Es así porque los fondos provenientes de la cesión de la cartera hipotecaria, van directamente a un epígrafe que se computa dentro del M3. Crece el M3 crece el PIB. La inversión proveniente del inicio de nuevas viviendas, es parte de la Inversión en el PIB.

Por otro lado, los datos de la evolución del saldo hipotecario titulizado, ofrecen una visión clara del proceso de la crisis a lo largo del tiempo. Si hacemos regresiones entre las variables citadas, Euribor y saldo hipotecario titulizado, que tomando una fecha de inicio variable, y fecha fin junio de 2008, la correlación con el Euribor a 12 meses es progresivamente mayor pasando del 0,579 para el período 2001-2008 hasta 0,961 para el período 2004-2008.

TABLA 1

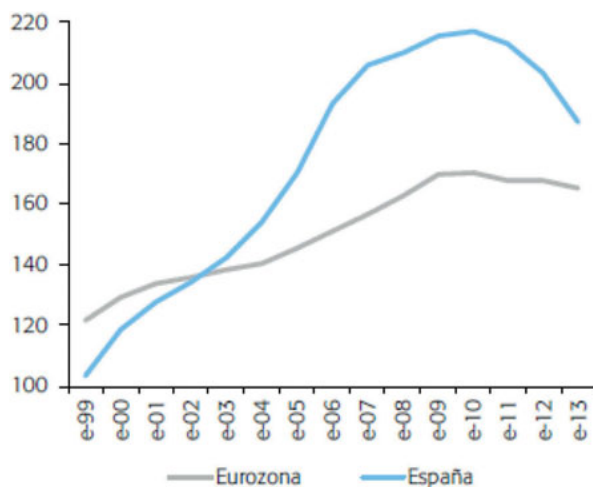
<i>Desde-hasta</i>	<i>Coefficiente de Correlación</i>
1/2001-6/2008	0,579
1/2004-6/2008	0,961

El que el nivel de correlación sea progresivamente mayor, según nos acercamos a la eclosión de la crisis, es una señal importante

por dos razones. Una, singulariza la dependencia de ambas variables pues ya hemos dicho que cesó la entrada de capitales del exterior, y dos anuncia la catástrofe, pues funciona la ley de la oferta y la demanda y por tanto el tipo de interés sube.

Se puede comprobar en el gráfico (Gráfico 1) adjunto como crece el endeudamiento privado en España, en comparación con la eurozona.

GRÁFICO 1. RATIO DE DEUDA PRIVADA DE HOGARES Y EMPRESAS NO FINANCIERAS DE LA EUROZONA Y ESPAÑA (PORCENTAJE DEL PIB)



Fuentes: Eurostar, AFI.

El crecimiento económico, y el del mercado inmobiliario crecían por la misma actividad por la que se daban créditos a los agentes del mercado promotores y constructores (oferta inmobiliaria) y a los consumidores, los hogares (demanda inmobiliaria). Oferta y demanda en un mismo paquete. Finalmente, el país vivía de ello. Todo en uno.

El informe citado (Estrada and Saurina 2016, 5) dice:

“[...] el motivo principal de la titulización de créditos eran las necesidades de liquidez. Aquellos bancos con crecimiento del

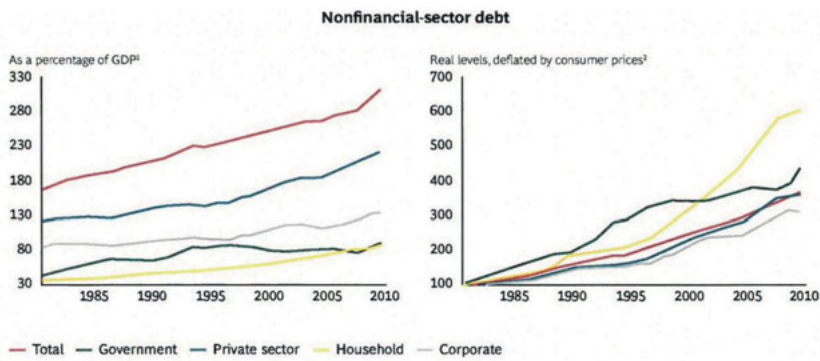
crédito más rápido, menor recurso al interbancario y alto ratio de créditos a depósitos tenían la probabilidad más alta de ambas cosas, emitir cédulas hipotecarias y recurrir a la titulización de activos incluidos préstamos hipotecarios. El perfil de riesgo del banco, y su nivel de solvencia, no afectaban a la probabilidad o importe de activos titulizados. Así, **los bancos españoles han titulado activos sólo para financiar el crecimiento de los préstamos y no porque su nivel de riesgo fuera muy alto o su solvencia muy baja**¹²

Llegados a este punto vale la pena hacer un pequeño resumen. Desde la crisis americana de agosto de 2007, la situación exterior de la crisis española en relación a la financiación, se venía deteriorando. De una parte, cesó la entrada de capital extranjero, como hemos citado, y de la misma manera el Euribor a 12 meses creció una vez que la alternativa a la financiación externa, fue el mercado interior. Este encarecimiento se trasladaba *mutatis mutandi* al coste hipotecario y por tanto aparece la escasez de financiación a un coste mayor.

No fue un efecto exclusivo de España según el gráfico (Gráfico 2) con los datos de la OCDE, aunque si tuvo un impacto muy específico.

¹² "the main driver of loan securitization was liquidity needs. Those banks with more rapid credit growth, less interbank funding and a higher loan deposit gap have a higher probability of both, issuing covered bonds and resorting to the asset-backed securitization, including that of mortgages. The risk profile of the bank and their solvency level do not impact the probability or the amount of assets securitized. Thus, **Spanish banks have been securitizing assets only to fund their lending growth and not because their risk level was too high or their solvency ratios too low**".

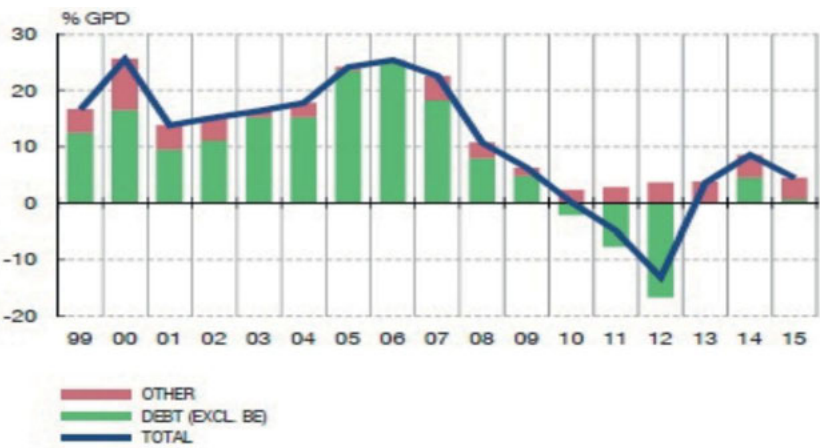
GRÁFICO 2



Source: Stephen Cecchetti, Madhusudan Mohanty, and Fabrizio Zampolli, "The Real Effects of Debt," BIS Working Paper No. 352, September 2011.
Simple averages for 18 OECD countries and the U.S.
1980 = 100; simple averages for 16 OECD countries.

(Rhodes and Stelter 2011, 2).

GRÁFICO 3. ENTRADA DE CAPITALES ECONOMÍA ESPAÑOLA



Sources: Banco de España and calculations.

(Estrada and Saurina 2016, 42).

Pues como señala el gráfico y explica la fuente entre 1999-2007 la entrada de capitales supuso el 20% del PIB.

La crisis financiera española: violencia, profundidad, punto de ruptura y desequilibrio prolongado

Con objeto de mayor claridad narrativa desglosemos el apartado en dos partes separadas, narrativamente diferentes.

La crisis financiera española

La situación durante y después de la crisis española está sobradamente documentada, aunque las interpretaciones según el momento, durante la misma o después de la misma, son diferentes como es de esperar una vez se cuenta con mejor información. Los informes de Estabilidad Financiera recogen sobradamente los datos relativos de la crisis, con las interpretaciones correspondientes, junto con los ya citados informes extensos y detallados. En (Estrada and Saurina 2016, 42) cita¹³:

“Además, el tipo de interés no refleja completamente las tremendamente sencillas condiciones para la liquidez, de que disfrutó la economía española después de la unión monetaria de 1999. Como puede verse en el Chart A¹⁴, entre 1999 y 2007 las entradas de capital representaron alrededor del 20% del PIB, mientras que en los años previos a la unión monetaria fueron del 7%. Se aceleraron rápidamente ya que en 2004 con profundización de la titulización que paso de prácticamente nada en los inicios del 2000 a €50

¹³ “Besides, the interest rate does not fully reflect the very easy liquidity conditions that the Spanish economy enjoyed after the monetary union in 1999. As can be seen in Chart A, between 1999 and 2007 capital inflows represented around 20% of GDP, while in the years previous to the monetary union they were around 7%. They accelerated sharply since 2004 with the deepening of securitization, which went from close to negligible in the early 2000s to over 50 billion Euros of securities issued every year (over 5% of GDP).¹² In fact, most of this affluence of liquidity was in the form of debt instruments, which jumped from 5% of GDP before the monetary union to 15.5% between 1999 and 2008. Behind that behavior could be the structural change associated with being a member of an area macro economically more stable, but also a combination of search for yield and for scarce safe assets that the Spanish economy produced by developing the real estate sector and securitizing mortgage loans. As a result of this substantial influx of capital from abroad, the stock of foreign debt to GDP increased from a 57.5% of GDP in 1998 to 148% in 2008.”

¹⁴ Gráfico 3 del texto.

billones (americanos) en titulizaciones emitidas anualmente (cerca del 5% del PIB). De hecho, mucha de la afluencia de liquidez fue en forma de instrumentos de deuda, que pasaron del 5% del PIB antes de la unión monetaria al 15,5% entre 1999 y 2008. Detrás de tal comportamiento podría estar el cambio estructural asociada a ser miembro de un área macroeconómicamente más estable, pero también la búsqueda de una rentabilidad y activos escasos y seguros que la economía española producía al desarrollar el sector inmobiliario y titulizando los préstamos inmobiliarios. Como resultado el flujo de capitales desde el extranjero, el stock de deuda exterior al PIB pasó del 57.7% del PIB de 1998 al 148% del 2008."

Nos ha sorprendido encontrar (González Cid 2008, 41-53) un apartado denominado *La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera* de D. Manuel González Cid Director Financiero del BBVA que incluye parte de una presentación hecha en el CEMFI en febrero de 2008, en la cual bajo el nombre de ("What happened?: The FT view" transparencias 3-4) describe la secuencia de acontecimientos que, según el periódico son la cronología de la explosión de la crisis. Según parece es el Financial Times quien da cuenta de la crisis global.

Para ilustrar el conflicto que provoca en la sociedad, la política crediticia seguida, es necesario dejar constancia aquí, de algo que se conoce y hay declaraciones al respecto; se trata de la llamada componente sociológica. Muchos profesionales bancarios, al examinar hoy en día fríamente las decisiones tomadas en aquellos momentos, relativas a la concesión de créditos por sus oficinas bancarias y control de riesgos, consideran cuando menos, que lo que hicieron era financieramente arriesgado. Lo justifican diciendo, que en la situación social del momento, todo el mundo lo hacía, es decir daba crédito hipotecario en condiciones dudosas, y que de no hacerlo ellos, otros profesionales y otras entidades lo habrían hecho insinuando que eso les dejaba fuera del mercado (Todo Rovira 2013). Lo que es innegable es el resultado final, es decir, que el mayor conocimiento ha favorecido a la banca ya que un mayor volumen de titulizador frente a las cajas no ha resultado en un daño mayor.

La economía no se caracteriza por su carácter determinista, y por lo tanto abundamos en nuestro juicio, por el que, si una situación

delicada se perpetúa en el tiempo, es progresivamente más probable, que el azar opere en su contra, y como por la naturaleza de la incertidumbre que no del riesgo, es azarosa, el resultado puede ir unas veces a favor y otras en contra.

En particular los informes oficiales ya señalaban que (González Cid 2008):

- La fuerte expansión del crédito en España no estuvo acompañada por un aumento similar de los depósitos, lo que provocó una creciente dependencia de la financiación bancaria a través de los mercados de capitales... España fue, durante 2007, el segundo emisor europeo de titulizaciones y el segundo emisor de títulos hipotecarios (cédulas), por lo que existe un riesgo de que, ante un alargamiento de las turbulencias financieras, las entidades no puedan atender a las necesidades de financiación de la economía en el futuro.
- En (España), el instrumento de las titulizaciones no ha pasado desapercibido, sino que, por el contrario, las titulizaciones españolas se han reproducido a un ritmo muy intenso. Tanto es así, que, desde el año 2000, se ha multiplicado por más de 15 el volumen anual de emisiones brutas, mientras que su saldo vivo lo ha hecho por más de 17. Estos datos han situado a España como el segundo país europeo más importante en estos términos.
- A mediados de 2007 se puso de manifiesto que el cambio en las condiciones monetarias en Estados Unidos y el comienzo de un ajuste a la baja en el precio de los activos inmobiliarios se estaban traduciendo en un incremento mayor de lo esperado en la tasa de morosidad hipotecaria, sobre todo en los créditos *subprime*, y en una inadecuada valoración de los productos financieros que se habían empleado para titularizar estos créditos. El acusado deterioro crediticio de las hipotecas *subprime*, unido a la complejidad de los instrumentos asociados a ellas — que diseminaron el riesgo de modo no transparente entre un amplio espectro de inversores— desencadenó una espiral de incertidumbre y un cambio brusco en la situación de abundante liquidez que había dominado en los mercados financieros a escala mundial, generando importantes pérdidas en los

inversores internacionales y sentando las bases de la crisis financiera global, que se desencadenó, con inusitada virulencia, a partir de septiembre de 2008.

- El sistema comenzó a colapsarse al comprobar el elevado riesgo de los activos titulizados con hipotecas estadounidenses, en un contexto de fuertes caídas del precio de la vivienda e incremento de la morosidad hipotecaria.
- A medida que la tasa de morosidad iba en aumento, las dudas sobre la valoración de determinados productos financieros comenzaron a sobrevolar los mercados, hasta que, definitivamente, el valor de los activos titulizados se desmoronó.

Lo anterior configura, en ése momento del tiempo (2008), un escenario crítico que tal y como hemos comentado, si situaciones como éstas se dan lugar periódicamente hacen que aquello que pueda fallar, falle. Es ejemplar en este punto la carta de W. Buffet a los accionistas relativa al ejercicio 2009 (Buffet 2009) en la que señala¹⁵:

“El último año les dije por qué a nuestros compradores —generalmente gente con pocos ingresos— les fue tan bien como riesgo de crédito. Su actitud fue muy importante: Firmaron para vivir en la casa, no revenderla o refinanciarla. En consecuencia, nuestros compradores tomaron créditos con pagos adaptados a sus ingresos verificados, (no estábamos dando el crédito del mentiroso) y esperábamos al día, en el que ellos pudieran quemar su préstamo, si perdían el trabajo, tenían problemas de salud o se divorciaban, podíamos esperar desde luego, impagos. Pero rara vez abandonaron porque el valor de sus casas hubiera caído.”

Es decir, manifiesta que aquellos que se hipotecaron para comprarse una casa como residencia, en su mayoría NO se vieron

¹⁵ “Last year I told you why our buyers — generally people with low incomes — performed so well as credit risks. Their attitude was all-important: They signed up to live in the home, not resell or refinance it. Consequently, our buyers usually took out loans with payments geared to their verified incomes (we weren’t making “liar’s loans”) and looked forward to the day they could burn their mortgage. If they lost their jobs, had health problems or got divorced, we could of course expect defaults. But they seldom walked away simply because house values had fallen.”

afectados por la pérdida de valor del inmueble, salvo aquellos que por razones de pérdida de trabajo no pudieron hacer frente a los pagos y además de perder su vivienda se vieron endeudados por la pérdida, relativa a la diferencia de valoración del inmueble. Sí lo hicieron, aquellos que quisieron participar del boom especulando. Es necesario volver a señalar que tal y como venimos reiterando cuando la compra de activos se hace para especular y es fácil encontrar financiación, se alarga la crisis.

En cualquier caso, hay que distinguir dos situaciones claramente diferentes, desde el punto de vista económico. El de los inversores y el de los consumidores. El primero, busca claramente la rentabilidad de una inversión o proyecto empresarial, y los segundos el cumplimiento de un deseo, cuestión aparte como hemos dicho, de aquellos individuos que actuaron como inversionistas adquiriendo inmuebles como inversores y por tanto son capitalistas. Para los primeros, tal y como se explica desde el punto de vista de los Fondos, cuestionar el riesgo del colateral lleva a cuestionar la rentabilidad, y de ahí a la desinversión, venta de activos. El efecto *bust* consiste, tanto en que los que han comprado como inversión no pueden vender, y por lo tanto quiebran, así como que las nuevas viviendas para uso familiar, son demasiado caras y el comprador no encuentra financiación. Los que han adquirido una vivienda, siguen pagando. Esta apreciación corresponde claramente al conjunto de la oficina que cursa la solicitud y control de riesgos. En el informe de 2011 de Oliver Wyman (Oliver Wyman 2011, 3) señala que la morosidad de los hogares, es mucho menor que la de la construcción y la actividad inmobiliaria¹⁶.

Violencia, profundidad, punto de ruptura y desequilibrio prolongado

El 9 de agosto de 2007 BNP Paribas canceló el reembolso de tres fondos. Parece que había dos razones. La primera es que el impago de las hipotecas repercutió directamente en la servidumbre de los

¹⁶ Ver gráfico p. 18.

bonos asociados, y la segunda que al haber transcurrido el tiempo, al estar las hipotecas empaquetadas no se podía saber a qué paquete le afectaba el riesgo de impago, de ahí la desconfianza¹⁷.

La situación llegó a ser tan sorprendente, que Cédulas Hipotecarias de algunas entidades que estaban respaldadas por un paquete de pólizas hipotecarias de propia entidad, tuvieron un precio (prima) más alto que la deuda propia de la entidad, que por definición tiene más riesgo. Como justificación de la mala política de riesgos, en este caso de Caixabank, (Todo Rovira 2013) explican, que debido a la expansión de la entidad geográficamente fuera de la zona de influencia, habían tomado riesgos de clientes al límite de lo prudente, y de ahí que el mercado conocedor de este hecho, lo penalice posteriormente.

Flujos monetarios provenientes de la titulización hipotecaria fueron a parar al M3. El mecanismo de la titulización hipotecaria (MBS) junto, con el multiplicador bancario y la regulación bancaria, permitieron que se generara un flujo circular y opaco, de las hipotecas a los mercados de capitales, actividad que dirige a su vez el precio del dinero (tipo de interés de referencia) y que vía el agregado monetario M3, ofrece una imagen de crecimiento económico basado, en un aumento artificial de valor de los activos inmobiliarios. Completa el cuadro la acción del ECB, al mantener unos tipos tan bajos que lo único que permitieron fue aportar liquidez al sistema, en un momento de desconfianza por la opacidad.

No hubo burst, se acabó la gasolina y una desconfianza total hacia el vehículo, en particular los bonos de titulización, por la opacidad de los mismos, es decir, poder asociar riesgo con el activo, que no permitía determinar la incertidumbre del riesgo de impago asociado¹⁸.

Además tal y como hemos explicado y dicen otras fuentes (Estrada and Saurina 2016, 41):

¹⁷ En el 10th aniversario de la noticia (Agosto 2017) la BBC News decía: "La evaporación completa de la liquidez en ciertos segmentos del mercado americano de titulizaciones ha hecho imposible valorar ciertos activos correctamente independientemente de su calificación crediticia" (<https://www.bbc.com/news/business-40837763>).

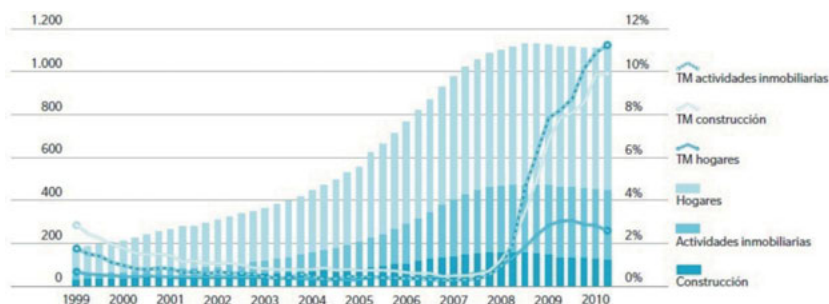
¹⁸ Cuando un préstamo era impagado no se podía saber a quien afectaba.

"[...] entre 1999 y 2008 el tipo de interés estuvo permanentemente por debajo del que sugiere la Regla de Taylor para España. En media fue de 380 puntos básicos más bajo, alcanzando su desviación máxima de 500 puntos básicos en 2003."¹⁹

Finalmente en sus conclusiones (Gjerstaad and Smith 2014, 199 point 7.9) de acuerdo con lo anterior se resume el proceso para USA y prácticamente para España²⁰:

"Aunque innovaciones financieras como los MBS no eran nuevas, este mercado creció a niveles sin precedentes y junto con los derivados "seguros"²¹ se convirtieron en el ingenio financiero que mantuvo el empuje del precio de las casas en los inusuales años 2002-2006."

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL STOCK DE CRÉDITO INMOBILIARIO Y DE LA TASA DE MOROSIDAD



Fuente: Banco de España, Análisis Oliver Wyman.

Otros autores (Garcia Montalvo 2008, 1) culpan directamente a:

¹⁹ "[...] between 1999 and 2008 that common interest rate was permanently below that suggested by the Taylor rule for the Spanish. As an average it was 380 basis points lower, reaching a maximum deviation by 2003 over 500 basis points."

²⁰ "Although financial innovation in the form of MBS was not new this market grew to unprecedented levels and together with derivatives "insurance" become the financial engine that maintained house price momentum into the frothy years of 2002-2006."

²¹ CDS.

“la “avaricia”, la “estupidez” y los incentivos perversos que se extendía por todas las esquinas del proceso de financiación del sector inmobiliario”

Hay que preguntarse si tales rasgos son exclusivos de éste sector o son compartidos con otros colectivos, es decir, la estupidez y la avaricia. Esto último a la vista de la historia parece un rasgo común con otros colectivos, con el mercado inmobiliario. De otra parte, se cita y este autor también recoge, las facilidades de liquidez y esa vía si no explica, si facilita el mecanismo de la burbuja. Es sabido que el exceso de liquidez en el mundo es importante y continúa creciendo. Sea descontando papel a tasas muy bajas o nulas (*Quantitative Easing*) lo cierto es que así es²². Robert Mundell considera, que los ministros de finanzas de los gobiernos occidentales tienen una tarea difícil para financiar los déficits sucesivos de los gobiernos, y que principalmente dependen de la facilidad para endeudarse. La situación viene descrita hace tiempo (Rhodes and Stelter 2011, 2-3) y es evidente que de donde no hay, no se puede sacar.

“El sector financiero fue determinante a la hora de canalizar el ahorro externo a los sectores institucionales cuyas decisiones de inversión superaban su capacidad de autofinanciación. Muestra de ello es la expansión del crédito bancario concedido al sector privado residente: su peso en la economía logró alcanzar el 170% del PIB a principios de la crisis cuando al inicio de la década de 2000 era inferior al 85%.”

(Berges and Baliña 2015, 24)

Esto es, para que las familias se endeuden deben de disponer de fondos para ello y por parte de las MFI deben darse las condiciones adecuadas. Si los incentivos de los miembros de la cadena que va desde el estado, autoridades, reguladores, MFI a consumidores no están alineados y existen presiones de actores interesados (en algún caso los gobiernos y entidades locales) se establecen

²² Uno de los efectos del QE es suplir la liquidez en la parte ausente de los saldos hipotecarios.

las condiciones para que se instale una situación falsa (clientes con dudosa capacidad de pago puedan obtener fácilmente crédito en condiciones extravagantes) que posteriormente cuando se manifiestan los problemas, los inversores los reconocen y esto acelera el desastre²³. En cuanto a las facilidades de liquidez, los gobiernos y los Bancos Centrales se han preocupado de ello hasta la fecha pues la existencia de un crecimiento económico relevante les interesa a todos los efectos (fiscales, de imagen, ...). De otro lado, la liquidez mundial es abundante con el convencimiento de que periódicamente aparece un año jubilar. Otra cosa son las consecuencias. El desequilibrio prolongado se consigue manteniendo por parte de las Bancos Centrales tipos que permiten que el mercado vuelva a tener liquidez al coste de prolongar la crisis, extremos confirmado tanto por la realidad como por los experimentos²⁴.

Conclusión

Puede pensarse que el mecanismo de las titulizaciones pudiera ser parte responsable de la crisis, por el mecanismo que permite convertir deuda en liquidez. Pero un análisis un poco más cauteloso obliga a reconocer que sólo es un mecanismo muy bien organizado y estructurado para manufacturar liquidez a partir de la deuda. Cuenta con características ciertamente específicas como diluir del riesgo, lo que elimina la trazabilidad, y desacoplar el mismo de la actividad bancaria. Si se hubiera hecho con pulcritud y método, esto es, segregando el activo totalmente del balance que obviamente causa muchos problemas a las MFI por lo que a los clientes se refiere, es incluso posible que ciertos excesos se hubieran evitado.

Lo primero a considerar es en relación al riesgo que se introduce cuando las MFI en lugar de cribar los titulares por LTV razonable lo hacían por un LTI aceptable. El futuro del riesgo si no el inmediato presente viene condicionado por la medida. Por tanto, la

²³ Venta completa de una emisión de bonos.

²⁴ Ver (Gjerstaad and Smith 2014).

propagación del riesgo del impago del préstamo a los bonos aún con las reservas cautelares que se toman es posible (García Montalvo 2017, 7).

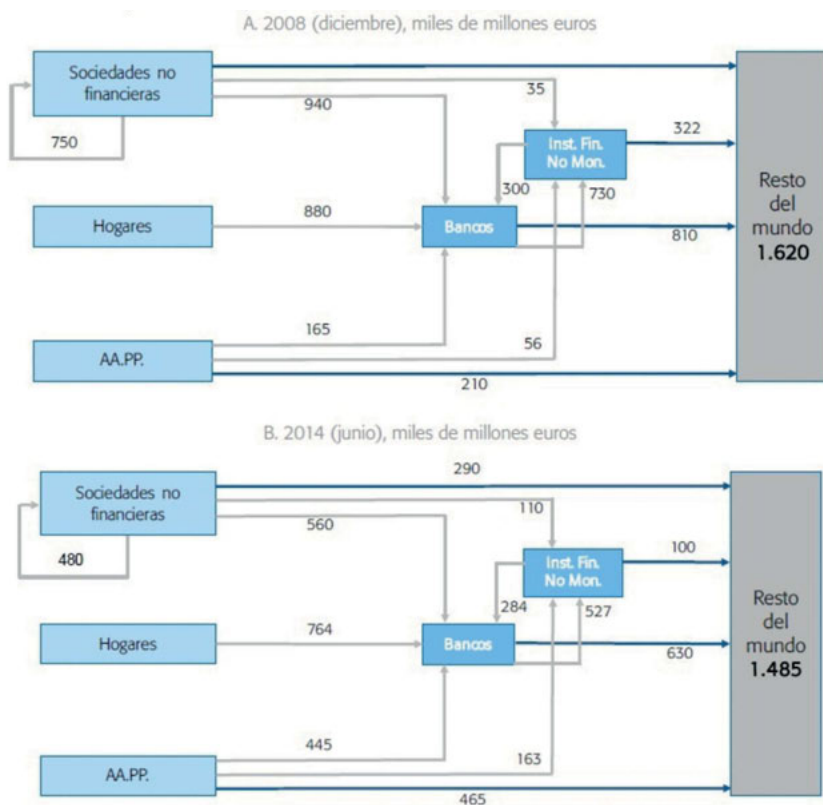
De otra parte, como ya hemos comentado, pero por ello no deja de ser menos relevante, a veces los papeles si no están cambiados si algo alterados. Esto aplica a lo siguiente. En un proceso de compra venta es normal que ambas partes, de tener capacidad, enfatizen sus cualidades. Hasta ahí es la vida, pero si un inversor de cierto nivel busca garantías, debe de analizar él el riesgo y no esperar que el incentivo caiga del lado del que vende, que se supone. Cuando una empresa sale a financiarse en el mercado y emite bonos, son los compradores de bonos, los bonistas quienes deben de estudiar las condiciones de colocación y la calidad del riesgo de la misma manera los compradores institucionales de los bonos de titulización deberían haber hecho lo propio, y no conformarse con mejoras del mismo. La inversión de la carga se produce cuando el vendedor presta los servicios del consultor y de la agencia de rating en su beneficio. Hemos comentado que las agencias de titulización en el período alto de la crisis tenían tanto trabajo que acortaron el proceso de estudio a un mes²⁵. Las MFI que se preocuparon e hicieron su trabajo adquirieron bonos de calidad como queda acreditado posteriormente por los resultados. Es decir, la calidad del riesgo y el cumplimiento del cometido de cada uno (*due-dilligence*) hubieran sido una ayuda valiosa.

De la misma manera resulta llamativo que la actuación general por la que gobiernos, entidades financieras, empresas y otros agentes sociales se coordinan para manufacturar liquidez y obviamente concitar a las fuerzas mercado en una dirección. Construir casas y venderlas. Finalmente hay que saber hacer las dos cosas a poder ser bien.

Para ver el final de la historia en lo que a las familias se refiere en el Diagrama adjunto se puede contemplar la evolución de la deuda entre 2008 y 2014 donde creo que algunas sumas y restas ayudan a comprender la situación.

²⁵ Comunicado personal.

GRÁFICO 5. MAPA DE LA DEUDA: ¿QUIÉN DEBE A QUIÉN?



Nota: Las CFEF estiman los activos y pasivos financieros a valores de mercado, que no coinciden con los valores nominales, sobre todo en el caso de bonos emitidos.

Fuente: Elaboración propia sobre datos de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEF).

(Berges and Baliña 2015, 27).

Existe sin embargo la posibilidad de interpretar los resultados del proceso de una manera alternativa por medio de los postulados de la Escuela Austríaca. Al titularizar se transfiere parte del beneficio al mercado, y los bonos que se emiten sobre la deuda deben de ésta o sea el riesgo y el tipo de interés deben de ser al

menos compatibles con el mercado lo que significa que el margen para la entidad cedente se ve severamente afectado. El resto del margen restante deberá cubrir los costes operativos del fondo, y por tanto la aportación al beneficio, es a nuestro juicio secundaria e interesa obtener más fondos para invertir. Por eso se ha aplicado en el caso de los equipos de fútbol para inversiones (Losada 2006) y en el caso de la deuda de las tarjetas de crédito para liberar recursos de capital²⁶. En el caso de las MFI aparece un factor diferente como es el multiplicador lo que distribuye el riesgo y expande el capital. Este es un punto delicado. Por tanto llegados al mismo hace falta evocar los trabajos de la Escuela Austríaca y en particular el uso del multiplicador (Huerta de Soto 2016) y su uso reiterado cuando una fracción del saldo hipotecario se tituliza y se obtienen más fondos para realizar la misma operación. En suma aumenta la parte del saldo hipotecario titulado.

Es debatible el posible efecto de la titulización sobre la masa monetaria *per se* (Gertchev 2009) pues existe la idea de que los fondos que van a parar al esquema de titulización están ya disponibles pero hay objeciones al mismo derivadas, no de la creación del fondo sino de su operativa y lo que en su momento contablemente eran fondos de una masa monetaria ya creada la dinámica del fondo presenta descuadres en el pago por incidencias y retrasos en los préstamos hipotecarios, y de ahí que el emisor cargaba intereses de demora al cliente que luego no transfería al fondo (depositaria). Por eso los fondos tienen una cuenta de crédito asociada.

Como ya hemos citado el efecto de la circular 04/2004 del Banco de España al incluir en el coeficiente de solvencia los propios bonos de la entidad que han sido emitidos contra un colateral que a su vez es fruto de fondos expandidos añade un elemento de riesgo adicional.

Por tanto, siendo la titulización un proceso bien articulado el relajo en el control del riesgo según pasa el tiempo, y del origen de la financiación del colateral a través de fondos obtenidos de titulizaciones sucesivas haciendo que el porcentaje del saldo hipotecario sea mayor amenazan la solvencia en el caso de las entidades

²⁶ Ver manual de la Reserva Federal https://www.fdic.gov/regulations/examinations/credit_card_securitization/ch1.html

financieras en el caso hipotecario y especialmente en condiciones de un importante apalancamiento.

Conflictos de intereses

El autor declara no tener ningún conflicto de intereses.

Referencias

- Berges, A (AFI), and S(AFI) Baliña. 2015. "El Mapa de La Deuda En España: ¿Quién Debe a Quién?" *Cuadernos de Informacion Economica* 244.
- Buffet, W. 2009. *Letter to Shareholder's*. <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2009ltr.pdf>.
- Congdon, T. 2009. "The northern rock affair: an analysis of the 'teaser rate' strategy." In *The European Money and Finance Forum*.
- Estrada, A., and J. Saurina. 2016. "Spanish Boom-Bust and Macroprudential Policy." *Revista de Estabilidad Financiera* 30.
- García Montalvo, J. 2008. "Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera: lecciones a partir de la recesión de 2008-09." In U Pompeu i Fabra.
- García Montalvo, José. 2017. *Constraints on LTV as a Macroprudential Tool: A Precautionary Tale*.
- Gertchev, N. 2009. "Securitization and Fractional Reserve Banking." In *Property, Freedom and Society: Essays in Honour of Hans-Hermann Hoppe*, 283-300.
- Gjerstaad, Steven, and Vernon L. Smith. 2014. *Rethinking Housing Bubbles*. Cambridge.
- González Cid, M. 2008. "La Crisis de Liquidez de 2007: Hacia Un Nuevo Modelo de Industria Financiera." *Estabilidad Financiera* 15: 41-53.
- Huerta de Soto, J. 2016. *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. 2016th ed. Union Editorial.
- Lanchester, J. 2010. *Whooops!* ed. Penguin.
- Losada, Ramiro. 2006. *Estructuras de Titulización*.

- Martin-Oliver, A., and J. Saurina. 2008. "Why Do Banks Securitize Assets?" *Revista de Estabilidad Financiera* 5.
- Minsky, H; 2008. *Securitization*.
- Oliver Wyman, AHE. 2011. *El futuro del sector hipotecario en España*.
http://www.gref.org/nuevo/docs/inf_030911.pdf.
- Rhodes, David, and Daniel Stelter. 2011. "Back to Mesopotamia?" (September): 1-15.
- Schultze, C. 1964. *National Income Analysis*. ed. O. Eckstein. Prentice Hall.
- Todo Rovira, M. 2013. "Parlament de Catalunya." https://www.parlament.cat/web/canal-parlament/sequencia/videos/index.html?p_cp1=6708173&p_cp3=6708400.