

knowsquare .

DIEGO TORRES, ALFONSO TORRES Y
PEDRO MARAZUELA

30 DE JUNIO DE 2012

TITULIZACIONES DE ACTIVOS

PARTE I

INFORME ECONÓMICO MES DE JUNIO

knowsquare .



AURIGA SECURITIES
SOCIEDAD DE VALORES, S.A.

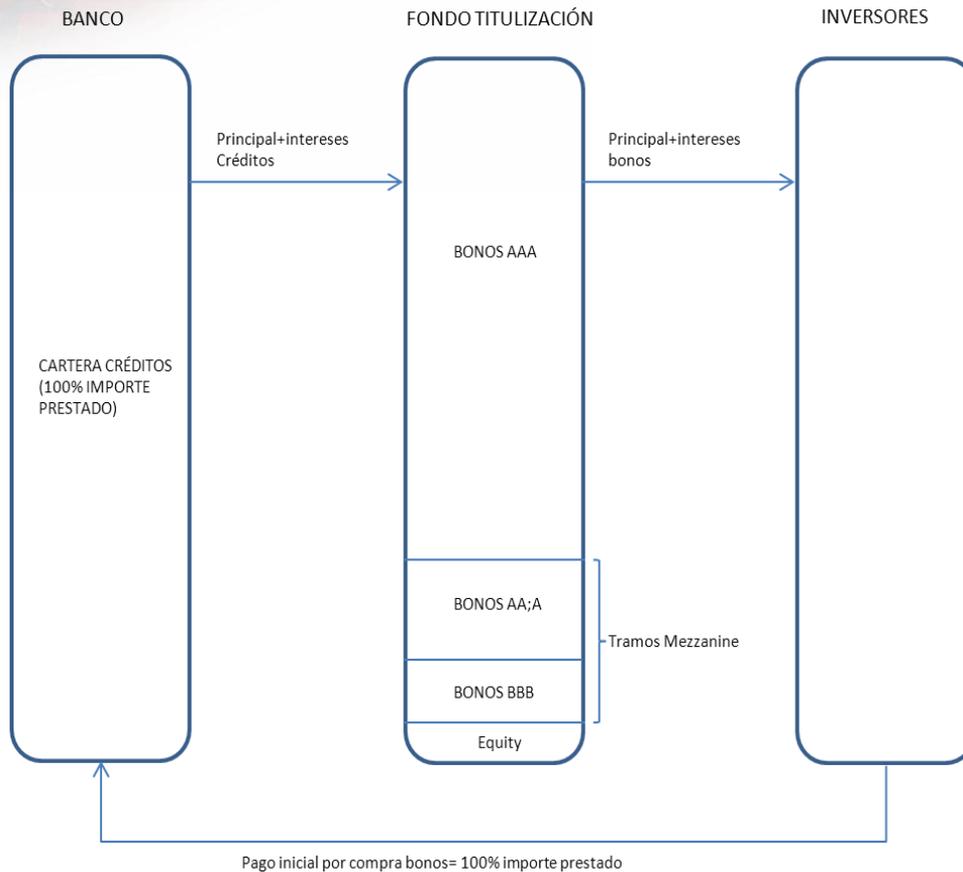
Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de los
Autores y Know Square S.L.

Durante los últimos años han aparecido en primera plana términos como **bonos hipotecarios, subprime, RMBS, CMBS**, etc. Aunque cada uno tiene sus características determinadas, todos son **titulizaciones de activos** (ABS= *Asset Backed Securities*). ¿Qué son las titulaciones? ¿Han contribuido a la expansión del crédito? ¿Tienen *rating*? En esta primera parte se intentará arrojar algo de luz sobre las características de este tipo de activos. En una segunda parte se analizarán en mayor profundidad las consecuencias de la regulación y de la innovación financiera sobre este tipo de emisiones.

Las titulaciones de activos, como su propio nombre indica, son títulos (bonos) que tienen como garantía los flujos de caja que generan diferentes activos (créditos) que están en el balance de los bancos. Así, los bancos pueden “*titulizar*” cualquier tipo de crédito y dependiendo de su tipología la emisión tiene un nombre diferente. Si se trata de hipotecas sobre viviendas la nomenclatura que utiliza el mercado es la acepción inglesa RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*). Si se trata de hipotecas sobre locales comerciales o de negocio el nombre es CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*). Asimismo, hay emisiones de créditos PYME, de créditos al consumo o emisiones con mezcla de distintos tipos de créditos. Las más comunes son los RMBS y los CMBS. Dentro de los RMBS se hacen diferentes calificaciones dependiendo de la “*calidad*” de los créditos con respecto a determinadas variables (no es el objetivo de este informe profundizar en estas variables). De esta manera podemos hablar desde créditos **prime** (los de mayor calidad) hasta **subprime** (los peores). El aumento en las tasas de morosidad de estos últimos fue el detonante de la actual crisis.

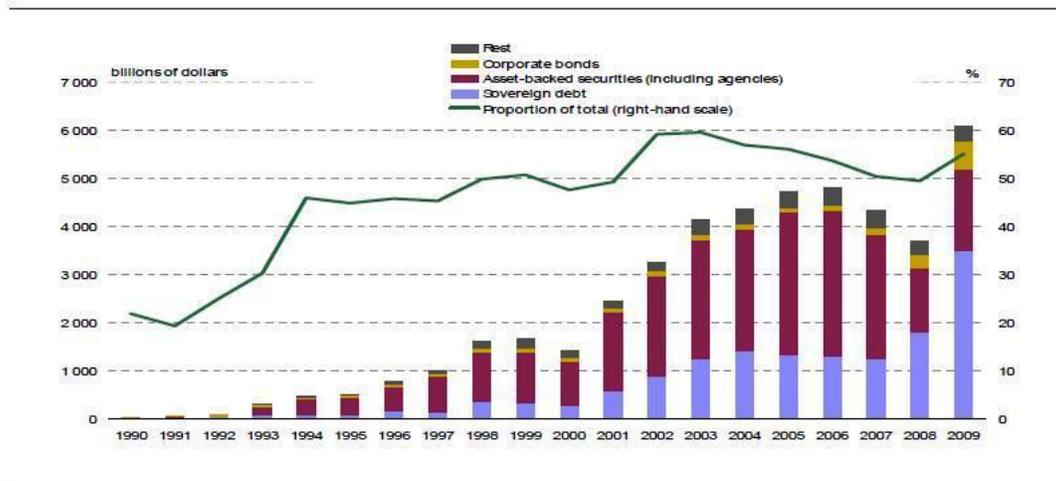
Para entender el efecto que han tenido sobre el mercado de crédito es importante conocer cuál es el proceso para convertir un crédito en un bono y para asignar los *ratings* a cada uno de los mismos. Como se puede apreciar en el gráfico, un banco escoge un determinado grupo de créditos que quiere “*titulizar*”. Los pagos de los clientes del banco para hacer frente tanto a la amortización como a los intereses son cedidos por la entidad financiera a lo que se llama “**Fondo de Titulación**”, que es una entidad jurídica distinta del banco. Este fondo divide el importe total de los créditos en tramos a los cuales se asignan *ratings* por parte de, al menos, una de las tres agencias de *rating* más importantes (Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch). Estos tramos se dividen en **tramo equity** (sin *rating*), **tramos mezzanine** (bonos con *rating* entre BBB- y AA+) y por último el **tramo AAA**. El tamaño y el *rating* de cada uno de los tramos dependen de los modelos de valoración de la agencia de *rating*. Estos modelos están basados en análisis históricos, es decir, no están diseñados para predecir eventos distintos a los que han ocurrido en el pasado. De este modo, si la morosidad histórica de las carteras hipotecarias de los bancos no había superado en anteriores crisis un cierto porcentaje, el modelo de asignación de *ratings* estima que el tramo *equity* y los tramos *mezzanine* tengan un tamaño acorde con esa evolución histórica. En caso de pérdidas reales en la cartera de crédito, el primer tramo que asume ese impacto es el *equity* y después los *mezzanine* por orden de *rating*. De esta manera, según el análisis histórico se puede asignar a una gran parte de la titulación un *rating* AAA. Dependiendo de la calidad de los préstamos el tramo AAA es mayor o menor. De este modo, en los años anteriores al desencadenamiento de la actual crisis una titulación de créditos hipotecarios “*prime*” podía tener un tramo AAA de un 95% de la emisión, mientras que en el caso de créditos “*subprime*” este tramo rondaba el 85%.



Es muy importante conocer las consecuencias tanto para los bancos como para los inversores. Una vez que se han “colocado” los bonos entre los inversores, el banco **ha quitado ese riesgo de su balance**, es decir, el riesgo de esa cartera de créditos ha sido transferido a los inversores que hayan suscrito los bonos. Asimismo, el banco ha conseguido financiar esos activos. Desde el punto de vista del inversor, el riesgo que asume no es frente a la entidad financiera, sino frente a los créditos que soportan esa emisión. Solo y exclusivamente a esos créditos, con nombres y apellidos, no al resto de créditos que tenga el banco en su balance.

La consecuencia es que los bancos pasaban a ser meros intermediarios entre los demandantes de préstamos y los inversores finales. De este modo, las entidades financieras adoptaron unas políticas agresivas de crecimiento del crédito como modelo de negocio para aumentar sus ganancias. Con el paso del tiempo los estándares de riesgos se fueron relajando porque la prioridad era seguir creciendo. Por lo tanto, la generalización de las titulaciones de activos ha sido un elemento favorecedor del apalancamiento en la economía. Durante los años del “boom” del crédito (2005-2007) los importes emitidos subieron exponencialmente. Las consecuencias de este aumento desordenado del crédito se analizaron en informes anteriores (ver “The Debt Super Cycle”. Parte I y Parte II). En el gráfico se puede apreciar el extraordinario aumento de emisiones AAA a nivel global, siendo la parte más importante de este aumento las titulaciones de activos.

World issue of AAA fixed-income



Pero no solo aumentaron los volúmenes emitidos, sino que la innovación financiera a través de los derivados de crédito provocó un aumento muy importante del apalancamiento sobre este tipo de activos. En la segunda parte de este informe se acometerán en mayor profundidad los efectos de esta innovación.

¿Dónde invertir?

¿Cuáles son las preferencias de los autores del informe este mes?

- Bolsa: Vender bolsa. Comprar selectivamente algunos valores españoles. Vender bolsas de países emergentes, especialmente Australia y Brasil.
- Divisas: Vender euros contra dólares. A largo plazo, continuar con exposición a divisas de países emergentes frente al euro y al dólar.
- Renta fija: Comprar deuda alemana y americana a largo plazo. Comprar bonos corporativos de empresas con poco apalancamiento y *cash flow* estable a plazos entre 5 y 8 años. No comprar bonos senior bancarios. Comprar cédulas hipotecarias, preferentemente a largo plazo. Vender los bonos High Yield (empresas con *rating* por debajo de BBB). Comprar bonos de gobiernos de países emergentes. Vender bonos de entidades financieras italianas y francesas para comprar los de entidades españolas.
- Vender fondos “*long only*” tanto de bolsa como de renta fija. Comprar fondos de retorno absoluto.
- Invertir en mercados “*distressed*”. Inmobiliario en USA y UK y dentro de poco también en España.

Artículos, entrevistas, informes que han gustado a los autores durante el último mes.

- Discurso de George Soros sobre la crisis económica europea
<http://www.businessinsider.com/full-text-of-george-soros-speech-2012-6>
- Artículo de Martin Feldstein (profesor de economía en Harvard y presidente del National Bureau of Economic Research), sobre la incapacidad de la reserva federal para estimular más la economía. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-impotence-of-the-federal-reserve>

Un saludo. Hasta pronto

© Alfonso Torres, Diego Torres, Pedro Marazuela.
Gestores del Fondo “M2T Multiestrategia” (Auriga Investors Sicav)
© Know Square S.L.

alfonso.torres@aurigasv.es
diego.torres@aurigasv.es
pedro.marazuela@aurigasv.es

El presente documento tiene una finalidad meramente informativa, se dirige a profesionales del sector del mercado de valores y no constituye ni asesoramiento en materia de inversión, ni oferta o recomendación de inversión en los mercados de valores.

Se ha establecido sobre la base de datos, proyecciones, pronósticos, previsiones e hipótesis subjetivas. Consecuentemente el receptor de esta información debe tener presente que la evolución de las variables económicas y los valores de los mercados financieros pueden cambiar significativamente y ser diferentes a los análisis e indicaciones que figuran en este documento.

La información técnica incluida en el documento ha sido facilitada por proveedores profesionales de información económica, estadística y del mercado de valores. Auriga Gestión no asume responsabilidad alguna por aquellas decisiones que se adopten en base a la información facilitada en este documento informativo y no asume como propias los análisis, opiniones, proyecciones y previsiones contenidas en el mismo. Asimismo, Auriga Gestión declina toda responsabilidad por el uso incorrecto o inadecuado de la información contenida en el presente documento.

Al recibir la información contenida en el presente documento, los destinatarios deben tener en cuenta que (i) el mercado financiero es fluctuante y que está sujeto a variaciones, que (ii) los tipos de cambio pueden sufrir oscilaciones que incidan directamente en la rentabilidad de las inversiones, tanto al alza como a la baja y que (iii) la información contenida en el documento no debe ser divulgada a terceros y su reproducción total o parcial está sujeta a autorización previa de Auriga Gestión.