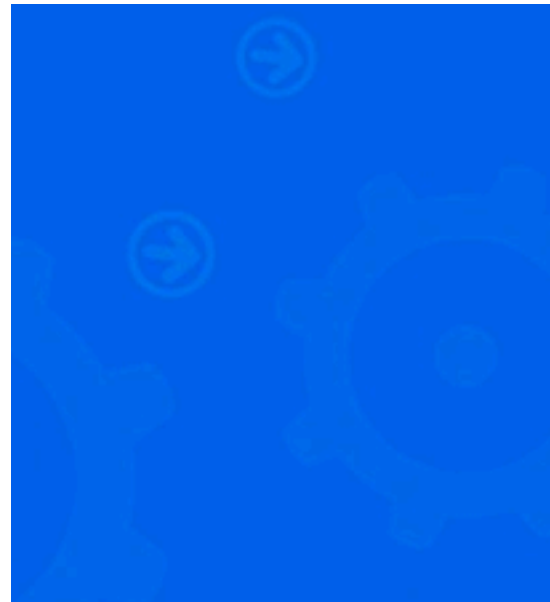


A CREDITLESS RECOVERY.
ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN
PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS.



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir

A CREDITLESS RECOVERY.
Alternativas de financiación
para las empresas españolas.

CONTENIDOS

1.	Resumen ejecutivo	05
2.	Introducción	11
3.	El marco de la recuperación de la economía española	15
4.	Un nuevo modelo de crecimiento económico hace necesario ampliar el número de alternativas de financiación	21
5.	El mercado financiero, un mercado diferente	26
6.	¿Es posible una recuperación sin crédito (A creditless recovery)?	31
7.	Las crisis financieras de Japón y del sudeste asiático en la década de los años 90	37
8.	El desarrollo de los mercados de deuda corporativa en Asia	41
9.	Evolución de la financiación de las empresas españolas entre 2006 y 2010	45
10.	El mercado alemán de deuda para Pymes	55
11.	El mercado de deuda corporativa en España. Una alternativa de financiación para empresas de mediana dimensión	58





1. Resumen ejecutivo.

- La **economía española**, tras una década de crecimiento por encima de su potencial, comenzó un ciclo económico bajista a partir de 2008 y que, tras un aterrizaje brusco de la economía por el estallido de la burbuja inmobiliaria y de crédito, tiene sumido al país en una etapa de **estancamiento económico y caída del PIB que dura ya 5 años**. El año 2013 aparece como el año más difícil de la reciente historia económica de España, fundamentalmente por el agotamiento de las empresas, la duración de la crisis y la ausencia, casi con toda probabilidad, de un formato institucional adecuado que asegure el beneficio mutuo de los países que comparten la moneda única.
- La **crisis financiera y de deuda soberana de la economía española** introduce elementos de incertidumbre propios, debido a que forma parte de una unión monetaria, al no existir precedentes en la historia. No obstante, existen grandes **similitudes** entre la **situación que vive hoy la economía española y las crisis financieras de Japón y del sudeste asiático en la década de los años 90**:
  - Por un lado, la economía española vivió una **euforia inversora** (boom inmobiliario) que llevó la ratio de inversión sobre PIB al 30%. La **falta de confianza** ha llevado a la **retirada masiva de fondos** por parte de inversores extranjeros, al estilo de lo sucedido en el sudeste asiático, aunque en un entorno distinto y nuevo, una unión monetaria.
  - Por otro lado, existe el **riesgo de que el estancamiento económico** se extienda en el tiempo, al estilo de lo **sucedido en Japón con su “década perdida”**, y con las peculiaridades que la unión monetaria europea introduce. El proceso de intermediación financiera está roto debido a la difícil situación de la banca española y la política monetaria se muestra ineficaz en lograr que el crédito llegue a las empresas al no ser efectivos los mecanismos de transmisión de la política monetaria. España reaccionó tarde y los gobiernos de la zona euro no cooperan lo suficiente. Nadie quiere asumir pérdidas pero, al mismo tiempo se hace necesario

garantizar la convertibilidad de la moneda única. Reducir el riesgo soberano requiere eliminar el riesgo de grandes pérdidas en el sistema financiero. La ausencia de soberanía monetaria para crear dinero puede inducir la sobre-reacción de la prima de riesgo ante las dudas sobre el futuro de la unión monetaria europea, como sucedió hasta que el Banco Central Europeo decidió intervenir para reforzar la credibilidad de la moneda única, al menos temporalmente.

- Finalmente, la delicada situación del sistema bancario impide que este conceda crédito a las empresas. Ello obliga a hacernos la siguiente pregunta, **¿es posible una recuperación de la economía sin crédito bancario, esto es, es posible una *creditless recovery*?**
- Bajo este escenario, **el crecimiento económico se enfrenta a un grave problema de financiación. Se hace necesario por tanto dotar al tejido productivo nacional de una infraestructura financiera más sólida, profunda e inclusiva que habilite e impulse alternativas de financiación a la bancaria**, tanto a corto como a medio y largo plazo. De lo contrario, la falta de liquidez y la falta de inversión seguirán mermando la estructura productiva española y elevando las cifras del paro al reducirse el número de Pymes. No debemos olvidar que el peso de la financiación bancaria en la economía española (en detrimento de la financiación directa a través del mercado) es de los más elevados de Europa, que a su vez es mucho más elevado que el peso de la financiación bancaria en Estados Unidos. **Mientras que el peso de la financiación bancaria en las empresas españolas alcanza el 80%, en el resto de la zona euro se sitúa alrededor del 65% y en Estados Unidos en el 30%. La preponderancia de las Pymes en el tejido productivo español explica, en parte, el alto grado de intermediación bancaria de la economía española.** Un mayor desarrollo de los canales de financiación no bancarios, como por ejemplo un mercado de deuda corporativa para empresas de mediana dimensión, ayudaría a equilibrar la estructura de financiación del sector empresarial así como a consolidar Pymes de mayor tamaño.

El principal responsable de todo el embrollo financiero así como el que obtiene un trato más privilegiado por parte de la banca mediante refinanciaciones (dando lugar a la existencia de empresas “zombis”) es el macro sector Promoción-Construcción-Inmobiliario. Este macro sector es responsable del 74% de la mora bancaria y concentra el 42% del saldo vivo del total de crédito existente en la economía española para actividades productivas en junio de 2012.



- La crisis bancaria provoca la disfunción del sistema de crédito y éste no llega a las empresas. Las medidas no convencionales de la política monetaria del Banco Central Europeo logran aliviar los problemas de liquidez de la banca pero no impide que la eurozona se encuentra fragmentada, lo que implica que el crédito y el precio de éste diverjan cada vez más dentro de la unión monetaria. Los indicadores disponibles muestran que las **Pymes españolas han sufrido un endurecimiento más acusado en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas así como frente al resto de Pymes de la zona euro**. Ello resta competitividad a nuestro tejido productivo y hace aún más necesario proporcionar a las empresas españolas canales de financiación alternativos al bancario.
- No obstante, **el principal problema no es el coste de la financiación sino que, directamente, no hay financiación. El segmento de empresas que más sufre la falta de acceso al crédito es el de la pequeña y mediana empresa**. Las entidades de crédito dan prioridad a los préstamos para grandes empresas y sectores donde directa o indirectamente tienen mayor interés. **El principal responsable** de todo el embrollo financiero así como el que obtiene un trato más privilegiado por parte de la banca mediante refinanciaciones (dando lugar a la existencia de empresas “zombis”) es el **macro sector Promoción-Construcción-Inmobiliario**. Este macro sector es responsable del 74% de la mora bancaria y concentra el 42% del saldo vivo del total de crédito existente en la economía española para actividades productivas en junio de 2012. La mora bancaria en los créditos a sectores residentes para financiar actividades productivas se situó en junio en el 14,9%, muy por encima de la mora del conjunto del sistema bancario español (9,7%). Aún más grave es el hecho de que el subsector más comprometido, el crédito promotor, es el que menos se ha ajustado desde comienzos de 2009, por lo que quedaban aún por devolver, a junio de 2012, 286.942 M€, el 27% del PIB español. La **prolongada reticencia a aflorar las pérdidas latentes provocadas por la crisis inmobiliaria, al estilo de lo sucedido en la crisis financiera japonesa**, ha causado grave desprestigio al sistema financiero español y a sus supervisores. No debemos olvidar que **la contracción de crédito podría llegar a ser aún mayor si:**
  1. El análisis de las provisiones precisas de activos bancarios y de la rentabilidad de los bancos estuviese siendo demasiado optimista, al no haber cubierto todas las categorías de activos y darse por buenos ingresos contables obtenidos de préstamos refinanciados.
  2. Además de la insuficiencia de capital de algunas entidades de crédito españolas, muchas de ellas estuviesen sufriendo el problema adicional de la refinanciación de sus pasivos a corto plazo, problema que no se resuelve con el programa de reestructuración bancaria en ciernes.



- Cuanto mayor sea la contracción de crédito mayor será su impacto directo sobre los préstamos a Pymes, que son más arriesgados y menos líquidos.
- El factor determinante que dificulta la inversión y el crecimiento tras una crisis financiera es la caída en la oferta de crédito. Un nivel de stock de crédito por debajo del nivel pre-crisis no impide el crecimiento económico, sin embargo la ausencia de recuperación en el flujo de crédito hace más difícil la recuperación económica. Se define una **recuperación sin crédito** como un episodio donde el crecimiento del crédito real de una economía es cero o negativo durante los tres años siguientes a partir de que empieza la recuperación. Aunque existen excepciones de vigorosas recuperaciones en el crecimiento económico sin crédito, en la mayoría de casos la recuperación económica sin crédito **ha sido mucho más difícil (el PIB crece de media un tercio menos que en una recuperación con crédito), siendo muy superior el tiempo necesario para que la economía vuelva a su crecimiento potencial**. Aquellos sectores o actividades más dependientes de la financiación externa se recuperan y logran crecer más rápidamente cuando tienen *lugar creditless recoveries* si la economía cuenta con mecanismos o instrumentos alternativos de financiación, tales como mercados alternativos bursátiles y/o mercados de deuda corporativa.
- Un grave problema al que se enfrenta la economía española es que **los sectores de actividad objeto de restricciones de crédito no son solo los vinculados a la burbuja inmobiliaria sino el global de actividades productivas del país**. Resultado de ello es el incremento en la mora bancaria observado en los últimos meses en sectores que hasta ahora se habían comportado de manera razonable a pesar de la crisis, como pone de manifiesto el incremento registrado en los créditos dudosos de los sectores de servicios de hostelería y servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Ello muestra que los problemas crediticios se están extendiendo a todos los sectores productivos.
- La **contracción del crédito** responde a la necesidad de reducir el stock de crédito de la economía española. El **desapalancamiento y el saneamiento de los balances** por parte de las entidades de crédito es por tanto obligado. El problema es que beneficia al sector público (**efecto crowding out**) y, en muchos casos, a empresas de dudosa viabilidad y cercanas al ámbito inmobiliario a costa de expulsar del sistema financiero a Pymes de elevada proyección con capacidad de innovar, exportar y crecer. El racionamiento de crédito también se explica por el **“pecado original” de las Pymes**: las **asimetrías informativas**. El problema de selección adversa se agudiza durante una larga recesión de manera que los demandantes de crédito insolventes (con alto riesgo de crédito) expulsan a los demandantes de crédito solventes al cerrar las entidades el grifo del crédito a la mayoría de las empresas. Cuando el mercado crediticio no puede por sí mismo suplir esta asimetría de información (mediante cheques, garantías...), el servicio de intermediación financiera se rompe y no se producirá, dando pie a la intermediación pública en forma de regulación (cambios en las normas de solvencia de las instituciones financieras) o a la producción (crédito oficial).



- El efecto negativo de la contracción del crédito bancario y de la falta de liquidez sobre gran parte de las empresas españolas ha sido probablemente amortiguado por el **papel que ha desempeñado el crédito comercial**, cubriendo especialmente necesidades de financiación a corto plazo, pese a que este tipo de financiación también se ha reducido en la crisis. Cuando el crédito bancario se contrae puede ser óptimo para los proveedores aumentar la provisión de crédito comercial para ayudar a los clientes con problemas y mantener aquellas relaciones comerciales consideradas como más valiosas. En tiempos de recesión, el que no financia no vende. El problema reside en que conforme se alarga la crisis el porcentaje de proveedores con una posición de liquidez suficientemente holgada es cada vez menor.
- Una alternativa contemplada por el actual gobierno y que puede ayudar en gran medida a reducir los **problemas de liquidez de las Pymes** españolas es la creación de un **mercado de pagarés** que permita a las empresas de menor dimensión titular sus deudas pendientes de cobro y ofrecerlas en un mercado regulado a cambio de una rentabilidad a los inversores interesados. Para las compañías de dimensión pequeña y mediana las tensiones de liquidez pueden suponer un grave problema coyuntural. A través de mecanismos como éste, se facilitaría la financiación del circulante permitiendo la continuidad de sociedades rentables y con estructura solvente.
- No obstante, la alternativa real que se ha convertido en protagonista de la financiación de las empresas en los últimos años ha sido la **ampliación de capital**. Un buen número de empresas han necesitado recurrir a ampliaciones de capital en aras a reforzar su solvencia y ganar credibilidad financiera frente a bancos y clientes. El importe de capital ampliado en 2011 hasta octubre por las sociedades no financieras españolas ascendió a 44.628,3 M€, lo que representa un aumento interanual del 83,3% con respecto al mismo periodo de 2010. En el caso de las Pymes dicha suma ascendió a 16.686,3 M€, lo que representó un incremento del 31%. Ahora bien, mientras que el número de operaciones de ampliación de capital y su importe cae de manera notable en los primeros diez meses de 2012 en el caso de

las grandes empresas, ambos vuelven a crecer en el caso de las Pymes, acumulando así un incremento del 40% en 2012 frente a 2010. **El distinto grado de discriminación entre Pymes y grandes empresas en el acceso al crédito y la ausencia de alternativas de financiación a la bancaria para las Pymes españolas explica, en parte, la diferente evolución observada en 2012 en las ampliaciones de capital entre Pymes y grandes empresas.** Son los propios accionistas los que están financiando los proyectos empresariales que lideran, lo que muestra su confianza en los mismos. Nuevas alternativas de financiación empresarial son urgentes ya que la autofinanciación, como canal único de financiación, no es sostenible en el tiempo ni óptimo para el crecimiento empresarial.

- Dicha **confianza nace también de saber que la economía española es competitiva** y va a seguir siéndolo, especialmente liderada por el buque insignia de sus multinacionales, menos expuestas a la reducción de la demanda interna y entre las más productivas del mundo. **El crecimiento económico potencial previsto para el final de la década es similar al de Alemania o Francia y superior al de Italia.** España es el único país de la zona euro, junto con Alemania, que ha logrado mantener su cuota de mercado en las exportaciones mundiales a lo largo de la última década. La exportación, junto con la innovación, son los dos ejes del nuevo modelo de crecimiento.
- Un nuevo modelo de crecimiento requiere ampliar las opciones de **financiación accesibles para las empresas**, especialmente para a aquellas racionadas por los bancos pero con capacidad para crecer. Los sectores sobre los que debe pivotar el eje de crecimiento de la economía española, **la exportación y la innovación, son intensivos en financiación**, de modo que el éxito en diversificar las estructuras productivas del país será más probable si las empresas disponen de fuentes de financiación alternativas a la bancaria. Sin ella, proyectos empresariales potencialmente rentables y oportunidades de crear empleo podrían no llegar a ver la luz.
- Una alternativa atractiva y necesaria es un mercado de renta fija para empresas de mediana dimensión. **La creación de un mercado de deuda**



para Pymes facilitaría una recuperación más sólida de la economía española, ya que:

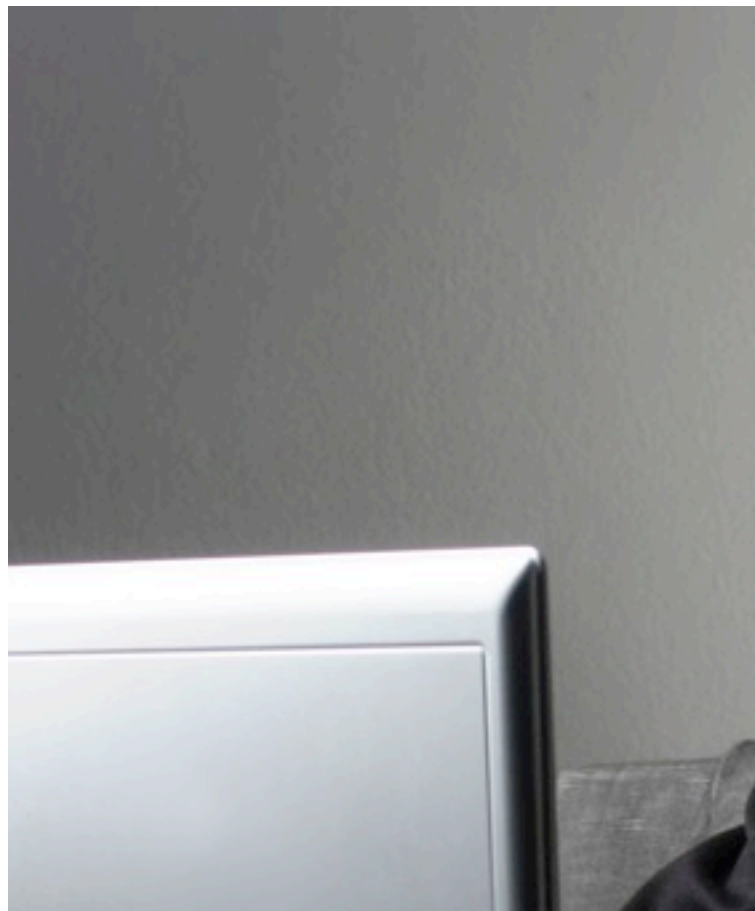
- Nutriría de financiación al tejido productivo español, lo que permitiría **aprovechar la existencia de alrededor de 800 empresas españolas con posibilidades elevadas de desarrollo y de creación de empleo y altamente solventes**, lo que serviría de motor para dinamizar la economía española.
- **Facilitaría la reestructuración empresarial necesaria** dentro de la economía española, al disponer las empresas de mayor financiación para llevar a cabo operaciones corporativas de adquisición, de concentración o de escisión, dotando así de mayor flexibilidad a las empresas para ajustar sus estructuras a las posibilidades que brindan los mercados internos y externos. Ello, a su vez, agilizaría la necesaria reasignación de recursos entre sectores, desplazando capital y trabajo desde aquellas actividades más orientadas a proveer de bienes y servicios a la demanda interna hacia aquellas actividades orientadas a la exportación. Por último, el parque empresarial español contaría con nuevas herramientas financieras para consolidar Pymes de mayor dimensión.
- **Atraería una inversión nacional y extranjera** muy necesaria para aumentar el tamaño medio de la empresa española, logrando así mejoras de productividad y mayores niveles de innovación e internacionalización en un momento crucial, dadas las carencias de consumo e inversión internas. El volumen estimado de emisión posible de estas empresas podría aproximarse a 20.000 millones de €.
- **Reforzaría**, a través de las inversiones llevadas a cabo por las empresas capaces de emitir su deuda, **la valiosa cadena de relaciones comerciales entre empresas**, coadyuvando a elevar la actividad exportadora de las Pymes más pequeñas a través de las relaciones comerciales y el conocimiento de los mercados exteriores de las Pymes con elevada calidad crediticia, en su mayoría plenamente internacionalizadas, del mismo modo que el

tejido productivo nacional se ha beneficiado durante la última década de la internacionalización de las hoy grandes multinacionales españolas.

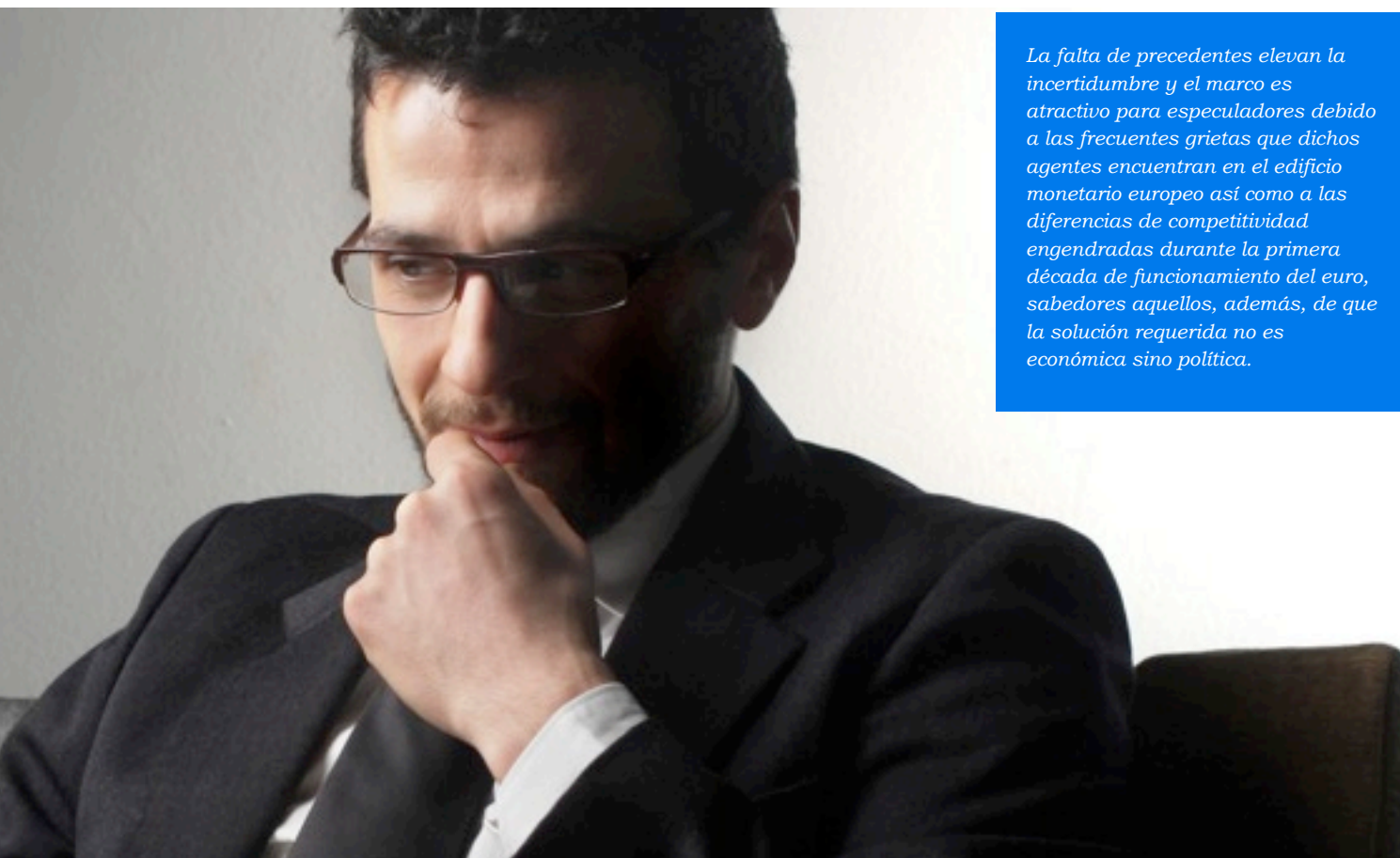
- **Impulsaría el rol trascendental que juega el crédito comercial como canal de redistribución** al permitir que aquellos proveedores con nuevo acceso al mercado de capitales dispusiesen de recursos para financiar la actividad comercial de aquellos clientes con mayores dificultades de financiación.
- **Supondría una diversificación de las fuentes de financiación e incrementaría la difusión de información sobre las empresas así como su profesionalización**, lo que tendría un “efecto señalización” positivo.
- Permitiría disponer de un **canal de financiación alternativo al bancario** para **ciertos proyectos de inversión (alto riesgo, emprendimiento)** sobre los que la banca, tradicionalmente, no ha mostrado el suficiente interés.
- **Ayudaría a disponer de un sistema financiero más resistente al ciclo económico** ya que la financiación de mercado es menos procíclica que el crédito bancario.
- **La crisis financieras vividas por Asia en los años 90, llevaron a las autoridades económicas de las principales economías asiáticas a diseñar un sistema de financiación para las empresas más diversificado y menos dependiente de la financiación bancaria.** Los mercados de deuda corporativa que surgieron o se impulsaron a raíz de las crisis financieras sirvieron de palanca de crecimiento de estas economías. Su buen comportamiento, en general, durante la crisis financiera internacional que irrumpe en 2008 mostró la mayor madurez y solidez de los sistemas financieros asiáticos en la financiación, no sólo de las grandes empresas sino también de las Pymes. Con excepción de Corea del Sur, todos los países fuertemente afectados por la crisis redujeron el peso del crédito privado sobre el PIB, especialmente Japón. La financiación a través del mercado, por el contrario, aumentó considerablemente, alcanzando la capitalización de los mercados de deuda corporativa de sociedades no financieras los mayores porcentajes respecto al PIB en **Corea del Sur y Malasia** (alrededor del 40% en 2010).
- **El papel de las agencias de rating locales** adquiere una gran relevancia en el mercado de deuda corporativa al dotarlo de seguridad y confianza, al ser compañías que cuentan con una mejor comprensión del tejido empresarial nacional, capaces de reducir las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios y de evaluar la calidad crediticia de aquellas empresas atractivas para los inversores. **Estas agencias locales hicieron de catalizador de la inversión corporativa en distintos países de Asia tras las crisis financieras vividas por Japón y los países del sudeste asiático y es razonable pensar que puedan desempeñar un rol también importante en Europa, especialmente en el segmento de empresas de mediana dimensión, tal y como está sucediendo en el mercado alemán de deuda corporativa.** Fueron capaces así de conectar inversores institucionales nacionales o extranjeros que necesitaban sacar rentabilidad a sus inversiones al tiempo que diversificar sus carteras con empresas de elevada calidad crediticia con capacidad de crecer pero necesitadas de financiación. **En Asia, su presencia y desarrollo contribuyó a que el número de emisiones de bonos se haya quintuplicado en la última década, a pesar de la dificultad emitir deuda en monedas locales relativamente poco importantes, con la excepción del yen japonés.**
- El éxito en nutrir de financiación al tejido productivo asiático tras la crisis de 1997 **y la resistencia del mercado de deuda corporativa asiático a la crisis financiera internacional de 2008**, en casi todos sus segmentos, como alternativa de financiación a la bancaria, sugiere las posibilidades del mercado de deuda corporativa español en el contexto actual y con la creación de un nuevo mercado atractivo para las empresas de mediana dimensión. Dicho mercado contaría además con la **ventaja que otorga el poder emitir deuda en una moneda internacional como el euro.**

- En el **análisis financiero** llevado a cabo, para el periodo 2006-2010 y sobre la **muestra de empresas medianas de entre 15 y 1.000 M€ de facturación (cuyo peso en la economía es clave)**, se observa como el nivel de endeudamiento de las empresas españolas se reduce de manera continuada desde el inicio de la crisis, lo cual es un claro indicio de los problemas de acceso a la financiación del conjunto empresarial. Esta caída se acentúa conforme reducimos el tamaño de la empresa analizada, siendo la proporción de estas sociedades mucho mayor que la de las grandes compañías cuyo posicionamiento ante las entidades financieras es más fuerte. Otras conclusiones del análisis financiero llevado a cabo son:

- La dependencia bancaria es elevada, sobre todo en las sociedades situadas en el rango bajo de la muestra, y los tipos de interés asumidos no son competitivos.
- El crédito comercial también evoluciona negativamente. Al reducirse el acceso al crédito bancario las sociedades se ven obligadas a adelantar sus cobros, lo que acaba repercutiendo en unos plazos de pago inamovibles.
- Tampoco se observa respaldo de las sociedades holding, siendo la escasez de financiación en cualquiera de sus posibilidades una dificultad preocupante.
- Las empresas analizadas no renuncian a la continuidad de su actividad, mostrando incluso leves signos de mejora, tanto en facturación como en inversión. Sin embargo, el crecimiento exige unos fondos que lo sustenten y actualmente existe un gap entre la financiación demandada y la otorgada que necesariamente está siendo soportado por los accionistas, quienes manifiestan su interés y apoyo por sus actividades empresariales tal y como muestra la evolución de las reservas y las ampliaciones de capital.
- **Ante las necesidades de financiación, un ejemplo de éxito es el caso de Alemania**, donde se puso en marcha un mercado de emisión de deuda para Pymes en 2010, cuando comenzó a vislumbrarse una menor liquidez en los mercados financieros. Este mercado, a día de hoy ha logrado captar más de 3.000 M€ a través de los bonos de deuda fija corporativa emitidos por empresas medianas alemanas, siendo una eficaz vía de escape para este segmento. Se trata de compañías con una facturación mediana de 144 M€ con bajo riesgo de insolvencia y cuyo volumen medio de emisión alcanza los 50 M€ a 5 años. Todas las emisiones cuentan con un rating emitido por una Agencia de Rating alemana que aporta seguridad y garantía a los inversores de este mercado, tanto particulares como institucionales.
- **En España, actualmente sólo tienen acceso a este tipo de alternativas grandes corporaciones (a través de AIAF)** aunque su presencia es mínima, por lo que un mercado de deuda adaptado a empresas de mediana dimensión podría tener una acogida positiva. De igual modo sería conveniente propiciar otras opciones de captación de fondos como el Mercado Alternativo Bursátil o los títulos de pagarés para medianas compañías.
- Extrapolando el perfil de las empresas emisoras de deuda alemanas a nuestro tejido empresarial, en España existen cerca de **800 compañías cuya facturación, nivel de deuda y rating les permitiría acceder a este modelo de financiación**. Se trata de compañías sólidas, que en términos medios, presentan cifras de rentabilidad y solvencia superiores a la media. Son estas empresas en crecimiento, consolidadas en el mercado, competitivas, innovadoras y con apuesta por el empleo las que podrían provocar un efecto contagio positivo en el país si logran la financiación que favorezca esta tendencia dado su potencial, lo cual supondría un aporte significativo para la economía global.



- **La clave del éxito del nuevo mercado de deuda corporativa para empresas de mediana dimensión reside en un buen diseño institucional que lo haga accesible para emisores y atractivo para inversores.** Si no se incentiva la demanda de los bonos o títulos y se favorece la entrada a este tipo de mercados a las sociedades con potencial, sobre todo en la etapa inicial, el éxito de estas vías puede quedar en entredicho. Algunas de las medidas que podrían alentar la demanda de este tipo de títulos, serían, entre otras, los beneficios fiscales, la transparencia y accesibilidad de los inversores, importes nominales asumibles por particulares y ratings que ofrezcan información de solvencia y calidad crediticia de los emisores, todo ello bajo regulación y supervisión pública. Por otro lado, para los emisores que estén en disposición de emitir y muestren interés por esta opción, pueden surgir reticencias si el proceso administrativo y los costes asociados no son acordes al tamaño de las sociedades a las que se dirigiría este tipo de mercado y a los volúmenes de emisión. Adicionalmente, se hace necesario asegurar una profundidad óptima del mercado que permita una correcta formación de precios, lo que implica unas garantías de entrada y salida de los instrumentos y por tanto de liquidez. Este aspecto es crítico ya que muchos fondos e inversores institucionales tienen prohibido invertir en productos que sean considerados ilíquidos.
- Por tanto, es clave que se consideren todos los aspectos a valorar por el inversor y el emisor a la hora de diseñar el posible mercado, pues como hemos podido comprobar, su lanzamiento es una necesidad de interés nacional que reportaría importantes beneficios a la economía española. Y todo ello sin olvidar que **un mercado de deuda corporativa ágil, profundo y líquido serviría también para disciplinar y hacer más eficientes a las entidades de crédito, al dotar a las empresas de más posibilidades de financiación, introduciendo así una saludable y eficiente competencia entre la financiación bancaria y la financiación directa a través de los mercados, al tiempo que permitiría equilibrar el excesivo peso que tiene la primera mediante una mayor contribución de la segunda.**



La falta de precedentes elevan la incertidumbre y el marco es atractivo para especuladores debido a las frecuentes grietas que dichos agentes encuentran en el edificio monetario europeo así como a las diferencias de competitividad engendradas durante la primera década de funcionamiento del euro, sabedores aquellos, además, de que la solución requerida no es económica sino política.

2. Introducción.

Para atraer el interés de un informe sobre las causas financieras de fuertes fluctuaciones en los negocios solía ser necesario apelar o bien a la Gran Depresión o bien a las desafortunadas experiencias financieras de muchas economías emergentes (en Latinoamérica en los años 80, en Asia en los 90). Ello ya no es necesario. En los últimos años, la mayoría de economías avanzadas han experimentado la peor crisis financiera de la posguerra.

Tras casi cinco años de crisis económica y financiera, la economía española seguirá en recesión en 2012 y 2013 según todas las previsiones, nacionales e internacionales. El círculo vicioso entre crisis financiera y crisis de la deuda soberana lastra el crecimiento de una economía que, de cara a los mercados y debido, en parte, a su pertenencia a la unión monetaria europea, se ha visto degradada a la categoría de economía emergente, si atendemos a la calificación de su deuda y al coste exigido para poder financiarse en los mercados.

Gran parte de la incertidumbre económica sobre nuestro futuro se debe a la pertenencia de España al área del euro. La falta de precedentes elevan la incertidumbre y el marco es atractivo para especuladores debido a las frecuentes grietas que dichos agentes encuentran en el edificio monetario europeo así como a las diferencias de competitividad engendradas durante la primera década de funcionamiento del euro, sabedores aquellos, además, de que la solución requerida no es económica sino política.

Dicha pertenencia altera la naturaleza de la deuda soberana española de manera fundamental debido a que se pierde el control sobre la moneda en la que emitimos nuestra deuda, y, en consecuencia, los mercados financieros pueden llevar la deuda hasta el "default". El diseño incompleto del área monetaria europea hace que sus países miembros financieramente más débiles estén más expuestos a los cambios de humor y expectativas de los mercados, no ya sobre los agregados macroeconómicos y financieros nacionales, sino también sobre la propia posibilidad de ruptura del euro. La solución, un histórico rediseño institucional (unión bancaria y unión fiscal) es, obviamente, mucho más compleja y trasciende el frecuente argumento esgrimido desde el norte de Europa de convertir el derroche en virtud a través de un proceso de austeridad, necesariamente eterna, en ausencia de un impulso paralelo del crecimiento.

Pero otra parte de lo incierto de la situación actual reside en la disfuncionalidad por la que atraviesa la intermediación financiera en gran parte del mundo occidental y en la falta de mecanismos alternativos eficaces de resolución del problema. Gran parte de la literatura macroeconómica anterior a la Gran Recesión ponía el énfasis en las imperfecciones del mercado de

El informe anual de la Comisión Europea sobre las pequeñas y medianas empresas, publicado en octubre de 2012, concluye que las Pymes españolas se enfrentan a dos graves problemas, en una magnitud muy superior al resto de Pymes europeas: la morosidad pública y la falta de crédito.

crédito de las sociedades no financieras y trataba a los intermediarios financieros como un “velo” incapaz de afectar con su comportamiento a las variables reales. La magnitud de la recesión ha obligado a las principales autoridades monetarias del mundo a adoptar medidas nada convencionales que impliquen alguna forma de financiación directa en los mercados de crédito, cuando la política convencional evitaba escrupulosamente toda intervención que implicase algún tipo de exposición al riesgo de crédito privado. Así, en la crisis actual los principales bancos centrales han actuado concediendo préstamos no totalmente garantizados a las instituciones financieras en aras a compensar la ruptura que se ha producido en la intermediación financiera y que impide que el crédito llegue a particulares y empresas. A lo que hay que añadir la conjunción entre gobiernos y bancos centrales de inyectar capital en los principales bancos con el objetivo de mejorar los flujos de crédito.

A pesar de la histórica intervención del Banco Central Europeo, un claro candidato a convertirse en el principal dolor de cabeza de la economía española (si no lo es ya) es la capacidad que tiene el sistema financiero español de dotar a las empresas (especialmente a las Pymes) del suficiente apoyo financiero para la próxima recuperación económica. La situación de la economía española es crítica y profundas reformas en el sistema financiero son obligadas. La financiación de las pequeñas y medianas empresas es una preocupación mayor. El sector de Sociedades No Financieras (SNF), muy endeudado y en fase de desapalancamiento, debe estar siempre muy presente en cualquier reforma o diseño institucional pues es clave para la creación de empleo y para recuperar la senda de crecimiento.

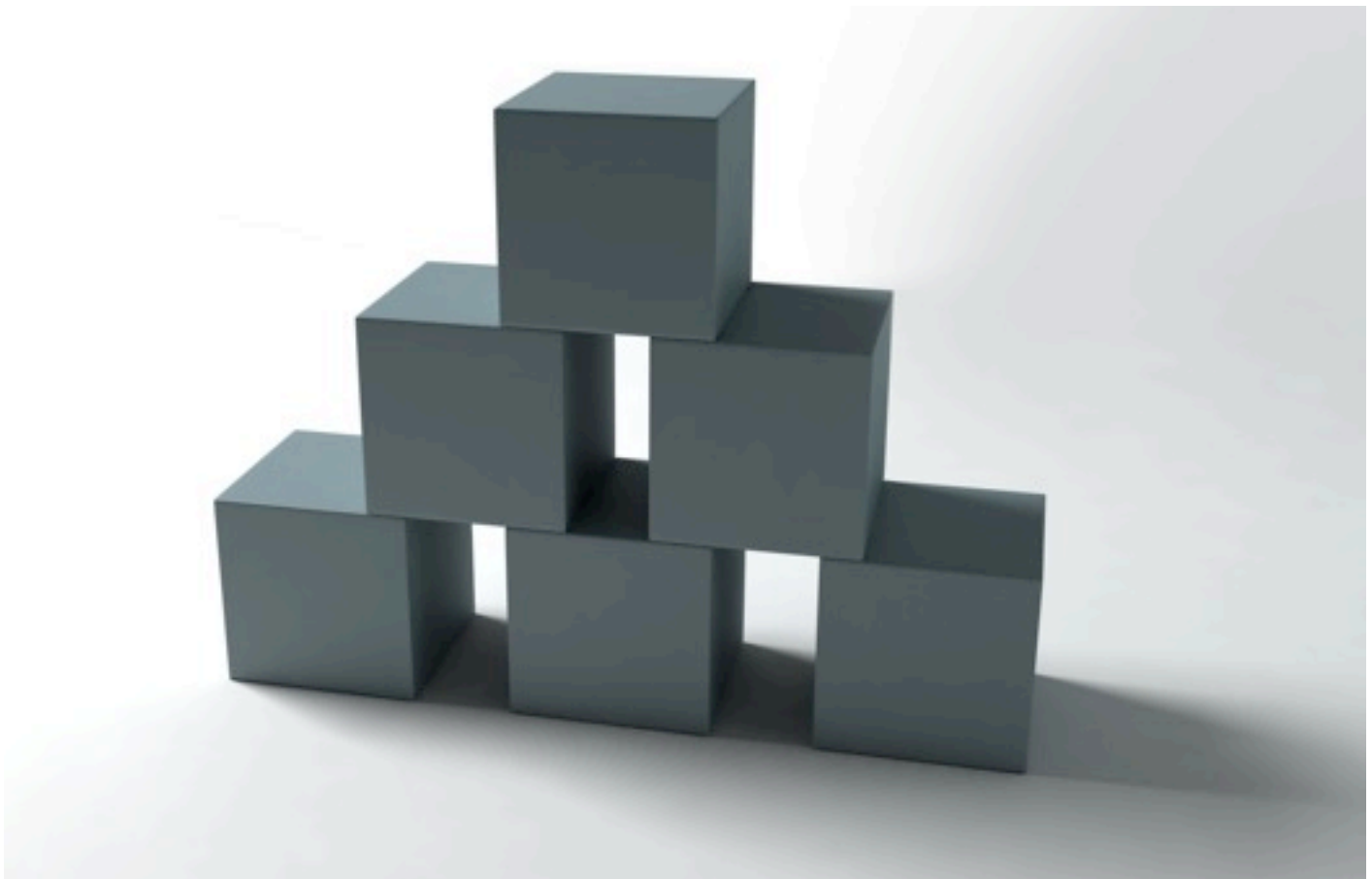
El proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersas las entidades de crédito en aras a sanear sus balances y las exigencias regulatorias van a provocar que este sector sea incapaz de cubrir la demanda de crédito solvente de las sociedades no financieras, imprescindible para consolidar un modelo de crecimiento con mayor vocación exportadora e innovadora.

Una **recuperación sin crédito bancario (A creditless recovery)** es más lenta y superficial. Los sectores eje de del nuevo modelo de crecimiento (exportación e innovación) son intensivos en financiación. Su impulso y crecimiento puede verse limitado por la falta de crédito, aún muy concentrado en el sector inmobiliario.

El tamaño empresarial es clave para la financiación y la exportación. Las empresas grandes españolas son tan productivas con las grandes firmas americanas y más productivas que sus homólogos europeas. Existe en España un grupo de empresas de dimensión mediana (con ingresos entre 15 y 1.000 M€) muy solventes y con un enorme potencial de crecimiento. Su consolidación y crecimiento es esencial para la recuperación de la economía española. En este grupo de empresas se observa una creciente dificultad de acceder al crédito, lo que podría estar limitando su inversión y su desarrollo potencial.

El informe anual de la Comisión Europea sobre las pequeñas y medianas empresas, publicado en octubre de 2012, concluye que las Pymes españolas se enfrentan a dos graves problemas, en una magnitud muy superior al resto de Pymes europeas: la morosidad pública y la falta de crédito. El informe reconoce que la situación de la Pymes españolas ha mejorado notablemente desde 2007 en aspectos tales como la formación y la innovación, pero en otros, como la internacionalización, el acceso al crédito y las ayudas públicas ha empeorado. El informe apunta que “El comportamiento de las exportaciones de las Pymes españolas es muy preocupante y merece especial atención”, y ello, en un momento de gran debilidad de la demanda interna. Ello supone un lastre para la economía española en su conjunto, ya que las Pymes representan el 99,9% de las empresas españolas, dan empleo al 75,6% de los trabajadores y generan el 65,7% del valor añadido de la economía. La financiación de las Pymes es un reto no sólo para las autoridades españolas, sino que se ha convertido en un desafío a nivel mundial. Sirva como ejemplo de la preocupación actual existente la creación, también en el mes de octubre, de la Banca Pública de Inversión en nuestra vecina Francia, una especie de ventanilla única de financiación para aquellas sociedades que trabajen al servicio de la innovación, la exportación y que apuesten por sectores de futuro, y que contará con un presupuesto de entre 35.000 y 40.000 M€.

Respecto al crédito, es un hecho que el sistema financiero español no tiene capacidad hoy de satisfacer las necesidades de financiación de las empresas españolas. El problema ya no son solo los costes de agencia, sino, especialmente, el saneamiento de unos balances muy perjudicados por el exceso de crédito acumulado tras el auge inmobiliario. Dicho esto, no debemos perder de vista el hecho de que probablemente la financiación bancaria seguiría restringida para las Pymes incluso si el sistema financiero español gozara de buena salud, dado que las garantías inmobiliarias necesarias y ampliamente utilizadas por parte de las empresas para recibir financiación han perdido un cuarto de su valor, y siguen cayendo. Hoy más que nunca se hace necesario romper el círculo vicioso que relaciona capacidad de inversión de las empresas con la disponibilidad y el valor de un aval inmobiliario y potenciar un nuevo círculo virtuoso de financiación que relacione la capacidad de inversión con la calidad crediticia de las empresas.



Existen varias alternativas al crédito bancario para Pymes, especialmente para empresas de mediana dimensión, entre ellas la iniciativa oficial a través de organismos como el Instituto de Crédito Oficial (ICO) o la Empresa Nacional de Innovación SA (ENISA), el mercado alternativo bursátil o el capital-riesgo. No obstante, la creación de un mercado alternativo para empresas de mediana dimensión en el que las compañías que lo deseen puedan emitir deuda permitiría reducir su excesiva dependencia financiera bancaria, dotarlas de recursos para financiar sus proyectos de expansión internacional y de investigación para generar nuevos productos y hacerlas así aún más productivas y competitivas. La economía española encontraría así, no sólo un fiel núcleo de creación de empleo y un nicho de inversión rentable y atractivo, sino también un elemento dinamizador de nuestra economía con importantes externalidades positivas sobre otras Pymes más pequeñas que se beneficiarían de las inversiones de las Pymes más grandes tanto dentro como fuera de España.

La economía española está obligada a reducir su dependencia de la financiación bancaria y ampliar el peso de la financiación empresarial a través del mercado en aras a disponer de un sistema financiero más equilibrado. Ello encuentra justificación tanto por las tensiones financieras que sacuden a la banca española como por la menor influencia del ciclo sobre la financiación de mercado. No debemos olvidar que el peso de la financiación bancaria en España fue del alrededor del 80% en 2011, mientras que en Alemania roza el 65%, en Francia el 55%, en el Reino Unido es inferior al 40% y en Estados Unidos no llega al 30% del conjunto de la financiación de las sociedades no financieras.

El presente informe se estructura de la siguiente forma:

- Comenzaremos describiendo el marco de recuperación de la economía española, insistiendo en su vertiente de índole más financiera para continuar insistiendo en que, pese al marco económico y financiero adverso, la economía española es una economía competitiva y sostenible si se abordan las reformas necesarias y se facilitan canales de financiación para las empresas alternativos al canal bancario tradicional. Destacaremos que un cambio de modelo productivo requiere dotar a la economía española de una infraestructura de financiación más variada, profunda e inclusiva, evitando dejar fuera del canal financiero a empresas solventes y con enormes posibilidades de contribuir a dinamizar la economía española exportando, innovando e invirtiendo tanto en España como en el mundo.
- Dado el énfasis otorgado en el informe al sistema financiero, analizamos brevemente, en segundo lugar, las razones por las que este mercado es diferente y las imperfecciones de los mercados de crédito que hacen valiosísima la existencia de agentes que, reduciendo las asimetrías de información, permiten a empresarios e inversores tomar mejores decisiones.

La economía española está obligada a reducir su dependencia de la financiación bancaria y ampliar el peso de la financiación empresarial a través del mercado en aras a disponer de un sistema financiero más equilibrado.



...destacaremos, especialmente, las exitosas soluciones de mercado que fueron adoptadas por las economías asiáticas para complementar el canal de financiación bancaria mediante alternativas de financiación para las empresas

- Pasaremos, a continuación, a mostrar el estado de parálisis en que se encuentra inmerso el mercado de crédito español debido a estar endeudados en una moneda que no controlamos (o lo que es lo mismo, no disponemos de la soberanía para imprimir dinero ni para devaluar nuestra moneda) y debido a la difícil situación por la que atraviesa gran parte de nuestro sistema financiero y que expone a la economía española al riesgo de batirse en un escenario de recuperación económica sin acceso al crédito (*creditless recovery*) para particulares y empresas. Repasamos, seguidamente, la evidencia empírica sobre este tipo de situaciones y algunos episodios concretos de crisis relativamente recientes (Japón 1997-1998 y su década perdida y el sudeste asiático 1997-98) por seria disfunción de los mercados de crédito que ofrecen mucha luz sobre las posibles consecuencias de una de las principales preocupaciones que condicionará el futuro de la economía española: la capacidad del sistema financiero de nutrir de la necesaria financiación a las empresas para impulsar la recuperación de la economía española. Y, destacaremos, especialmente, las exitosas soluciones de mercado que fueron adoptadas por las economías asiáticas para complementar el canal de financiación bancaria mediante alternativas de financiación para las empresas. La gravedad de la situación a la que nos enfrentamos y los errores a evitar se explican al analizar la década pérdida de la economía japonesa y la especial incidencia que tuvo la financiación a empresas zombis.
- Finalmente, llevaremos un análisis financiero sobre una muestra de 5.000 empresas españolas con una facturación entre los 15 y los 1.000 M€ para el periodo 2006 - 2010, que permitirá concluir la existencia de alrededor de 800 empresas con calidad crediticia de nivel de inversión, analizaremos el éxito de emisiones del recientemente creado mercado alemán de deuda corporativa para empresas de mediana dimensión y que cuentan con calificación crediticia de grado de inversión y destacaremos las capacidades y virtudes de la creación de un mercado similar en España, a semejanza del ya existente mercado español de Deuda Corporativa (AIAF) integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME).

3. El marco de la recuperación de la economía española.

El Reino de España afronta crecientes dificultades de acceso a la financiación y de coste en los mercados internacionales al tiempo que se ve obligado a ajustar los desequilibrios internos y externos surgidos a raíz de los años de excesos por parte del sector privado.

La economía se encuentra en medio de una recesión de doble inmersión (*double-dip recession*) que ha elevado la cifra de paro a cerca del 25% de la población activa mientras la deuda pública no cesa de aumentar aproximándose peligrosamente al 90% del PIB y con segmentos del sistema financiero intervenidos y totalmente fuera del mercado.

El desapalancamiento de entidades de crédito, sociedades no financieras y economías domésticas junto con el inevitable proceso de consolidación fiscal, agravado por una histórica fuga de capitales, sumarán con toda probabilidad a la economía española en, al menos, dos años más de recesión. Corremos el riesgo de que la intensa contracción de crédito que ya sufrimos se convierta en una restricción total de financiación al sector privado si no se impulsan alternativas de financiación al margen de la financiación bancaria. Sin financiación es muy difícil restablecer la actividad empresarial, crear empleo y ser competitivos.

Mostramos a continuación algunos de los principales desequilibrios y factores que condicionan la recuperación de la economía española. Su breve repaso nos permitirá concluir que la economía española se expone a una difícil recuperación económica sin crédito. Este tipo de episodios se han caracterizado por recuperaciones mucho más lentas y superficiales de la economía. Es por ello necesario abordar reformas profundas en el sistema financiero que habiliten mercados de financiación alternativos para las empresas españolas.

3.1. España sufre una crisis bancaria. Las entidades de crédito racionan el crédito.

El mercado desconfió de la calidad crediticia de las entidades crediticias españolas. Ello deriva en un enorme problema de refinanciación de pasivos bancarios que ha llevado al estrangulamiento del sector y depender totalmente de la liquidez del BCE.

Las entidades han optado por la estrategia tradicional: reducir balances para mejorar ratios y recapitalización mediante la lenta generación de recursos propios. Ello condena a nuestro país a quedarse sin intermediación financiera durante años. El crédito no va a fluir las Pymes.

Como muestra el **gráfico 1**, el saldo vivo de crédito para actividades productivas que crecía a tasas de dos dígitos hasta el año 2008, se sitúa en negativo desde 2009, cayendo en los primeros seis meses de 2012 aún con más fuerza que en 2011.

Las entidades de crédito atraviesan por severas dificultades. Un indicador claro de ello es la evolución de la mora bancaria (**gráfico 2**) que alcanzó la histórica cifra del 9,5% del crédito concedido en junio de 2012, superando así la ratio de morosidad de febrero de 1994. De acuerdo a nuestras previsiones la ratio de morosidad bancaria podría situarse a finales de 2012 en el 12,2%.

El importe en mora es muy superior al de 1994 dado que el volumen de crédito concedido fue también muy superior. Actualmente el principal responsable del aumento es la mora empresarial, y especialmente el legado de la burbuja inmobiliaria (la ratio de morosidad del sector PCI ha alcanzado el 27,5% del importe de crédito concedido).

La herencia de la burbuja inmobiliaria en forma de mora bancaria queda reflejado en el **gráfico 3**. Las pérdidas en el sector financiero se concentran en el crédito promotor y en el crédito constructor. Entre ambas representan el 74% de la mora bancaria sobre crédito concedido para actividades productivas a junio de 2012.

Gráfico 1. Tasa variación crédito bancario.

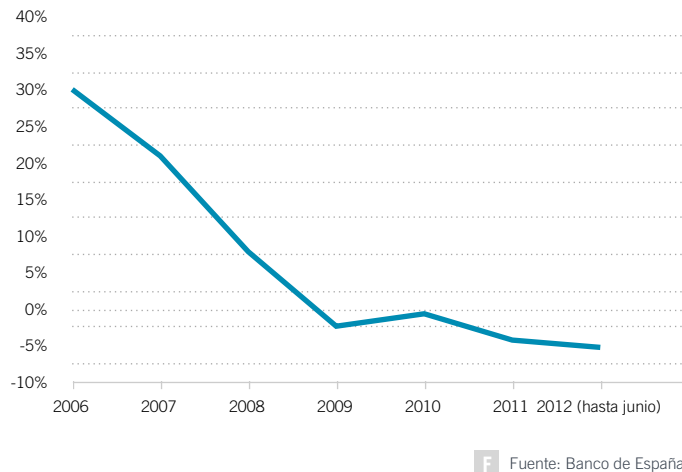


Gráfico 2. Morosidad. Importe.

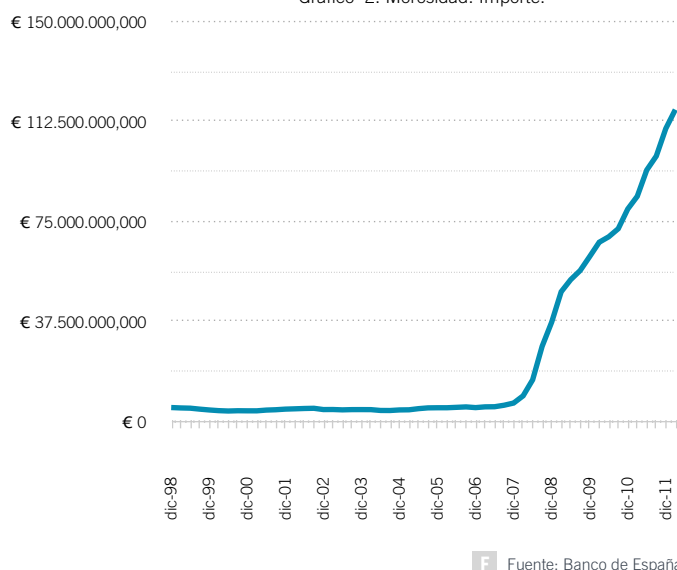
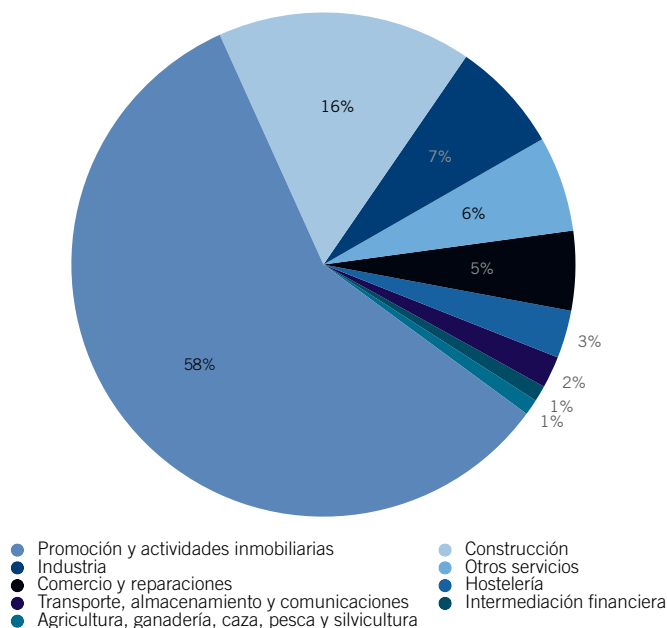


Gráfico 3. Mora bancaria sectorial. Junio 2012.





El resto de sectores, pese a presentar una mora reducida tanto en términos relativos como absolutos, ha visto restringido su acceso al crédito (entre 2009 y junio de 2012):

- Agricultura -13,8%
- Industria -13,2%
- Servicios - 4,5% (sin intermediación financiera ni actividades inmobiliarias)

La estrategia de fusiones entre entidades articulada desde el inicio de la crisis eleva la concentración bancaria, lo que reduce aún más las posibilidades de las Pymes de obtener financiación.

3.2. La contracción de crédito se ve agravada por las nuevas exigencias de capital en el marco del nuevo acuerdo de Basilea III.

A lo anterior es necesario añadir el marco más exigente de necesidades de capital recogido en el acuerdo de “Basilea III”. La norma exige que todas las entidades de crédito tengan un capital de calidad de al menos el 9% para enero de 2013. De no retrasarse su entrada en vigor, tal y como ha propuesto la Unión Europea recientemente, el endurecimiento de los requerimientos restringirá aún más la concesión de crédito y retrasará la recuperación de la economía española. Ello justifica, de nuevo, habilitar alternativas de financiación directas a través del mercado dado que los balances deteriorados de las instituciones financieras limitan su capacidad para conceder nuevo crédito a proyectos que son rentables.

3.3. La situación financiera se agrava por la crisis de deuda soberana.

La crisis de deuda soberana zona euro está sometiendo a su vez a la banca europea a tensiones crecientes. En España la prima de riesgo se ha moderado un poco tras la reciente intervención del Banco Central Europeo si bien se mantiene en niveles elevados. El Reino de España presentó una prima de riesgo de 428 puntos básicos a mediados de octubre de 2012, habiendo alcanzado los 639 puntos básicos en julio de 2012. Al incremento del pasado verano contribuyeron la incertidumbre sobre la exposición de las entidades bancarias al riesgo de crédito soberano y las dudas sobre la capacidad del gobierno para ayudar a las entidades en dificultades.

Al deteriorarse la percepción de solvencia crediticia de los bancos españoles, las primas de sus “swaps” de incumplimiento crediticio (CDS) se dispararon, los precios de las acciones de las entidades financieras cayeron en España y en aquellos países cuya deuda soberana más se había deteriorado, registrando marcados descensos en el resto de la zona del euro. En cualquier caso los fundamentos de la economía española no son tan adversos y el elevado riesgo soberano, que eleva el coste de financiación de todos los agentes económicos, viene, en parte, explicado por la apuesta que hicieron los inversores a la ruptura de la moneda única. Esas tensiones parecen haberse calmado de momento, como demuestra la reciente apreciación del euro frente al dólar así como la caída de los seguros de impago (CDS) de la deuda soberana española, lo que ha supuesto una



caída del coste de los CDS españoles del 54,5% en menos de tres meses (la última semana de julio alcanzaron un máximo de 642 dólares, frente al coste de asegurarse a mediados de octubre que se situó en 292 dólares), conforme las intenciones del Banco Central Europeo (BCE) de apoyar incondicionalmente la moneda única fueron perfilándose tras las declaraciones de su presidente, Mario Draghi: “Haremos todo lo necesario para salvar el euro”.

3.4. Se agrava aún más porque estamos endeudados en una moneda sobre la que no tenemos control, con cantidades ingentes de capital abandonando el país.

Las condiciones de financiación bancaria en la zona euro se han ido deteriorando progresivamente a lo largo de 2012 con el indeseado resultado de retirada masiva de fondos de entidades bancarias en nuestro país y, en menor medida, en Italia, que se sumaron a la continua salida de depósitos bancarios de Grecia e Irlanda.

La presión por desapalancarse ha llevado a los bancos de la zona euro a:

- Concentrar más el crédito en sus respectivos países.
- Endurecer sus criterios de concesión de crédito a empresas más que sus homólogos estadounidenses.
- Restringir más el crédito; mientras que la tasa de crecimiento del crédito de bancos de la zona euro a prestatarios internos no financieros cayó hasta cero, la caída en la concesión de crédito a otras regiones del mundo fue aún mayor. Dicha reducción fue especialmente fuerte en el caso de préstamos con una elevada ponderación por riesgo, como los préstamos apalancados o la financiación de proyectos, así como otros que suelen requerir financiación en dólares, como el arrendamiento de aeronaves y embarcaciones o la financiación del comercio.

La economía española sufre una fuga de capitales sin precedentes. Entre enero y junio de 2012 salieron del país 219.217 M€, tal y como recoge la cuenta financiera de la economía española (gráfico 4).

Como muestra el gráfico 5, la mayor huida de capitales se ha producido en el mercado de depósitos, préstamos e interbancario englobados bajo la categoría de “otras inversiones” (154.292 M€) y a través de inversiones en cartera (77.493 M€).

Gráfico 4. Cuenta financiera.

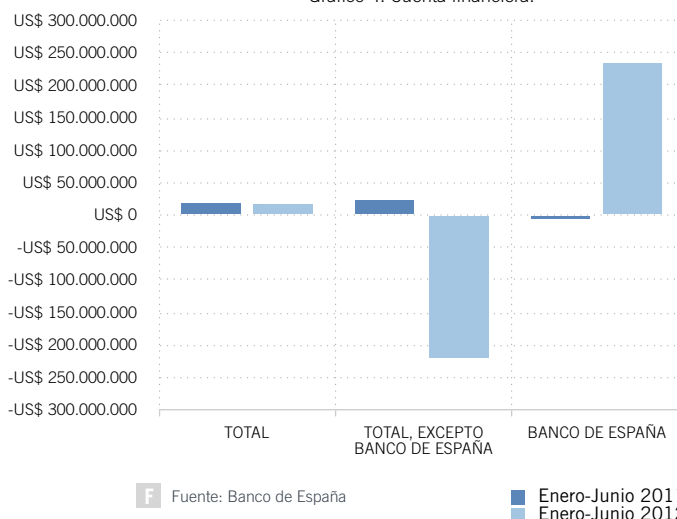
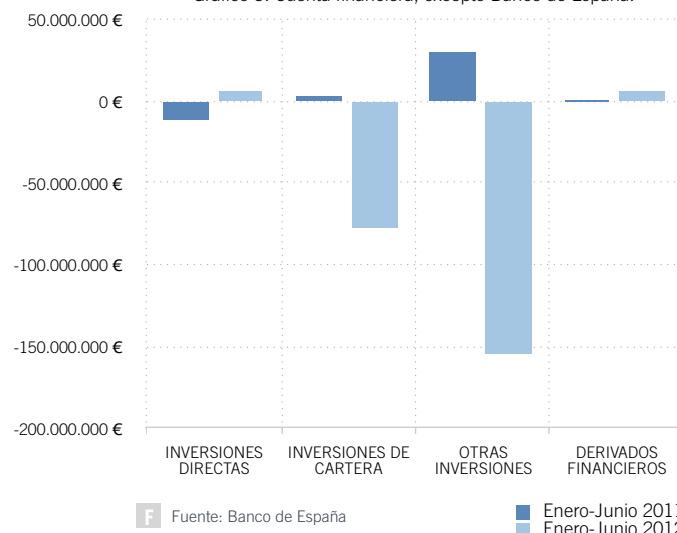


Gráfico 5. Cuenta financiera, excepto Banco de España.

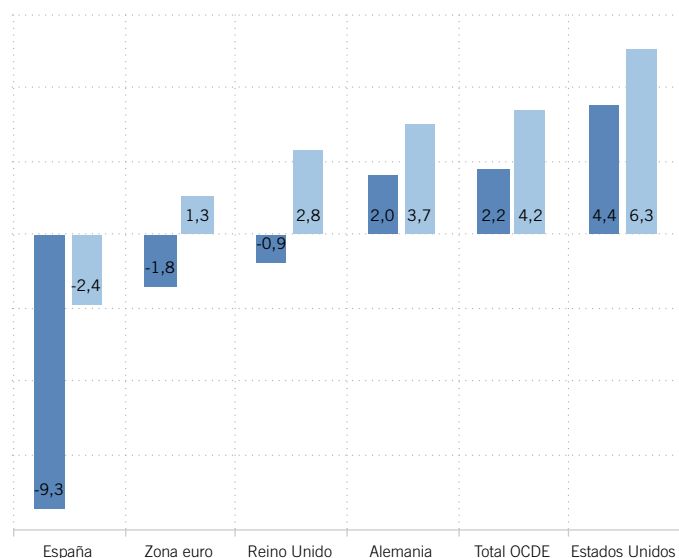


Resumen de previsiones del FMI octubre 2012

(% anual)	2010	2011	2012	2013
PIB Mundial	5,1	3,8	3,3	3,6
Desarrollados	3	1,6	1,3	1,5
EEUU	2,4	1,8	2,2	2,1
Japón	4,5	-0,8	2,2	1,2
UEM	2	1,4	-0,4	0,2
Alemania	4	3,1	0,9	0,9
Francia	1,7	1,7	0,1	0,4
España	-0,3	0,4	-1,5	-1,3
Italia	1,8	0,4	-2,3	-0,7
Reino Unido	1,8	0,8	-0,4	1,1
Emergentes	7,4	6,2	5,3	5,6
Rusia	4,3	4,3	3,7	3,8
China	10,4	9,2	7,8	8,2
India	10,1	6,8	4,9	6
Brasil	7,5	2,7	1,5	4
México	5,6	3,9	3,8	3,5
Comercio Mundial	12,6	5,8	3,2	4,5
Precio crudo (usd/barril)	79	104	106,2	105,1
IPC				
Desarrollados	1,5	2,7	1,9	1,6
Emergentes	6,1	7,2	6,1	5,8

F Fuente: FMI

Gráfico 6. Previsiones de la inversión (Variación interanual, en %)



F Fuente: OCDE

■ 2012 ■ 2013

El papel del Banco Central Europeo (a través del Banco de España) ha pasado de ser testimonial a evitar el colapso de la economía española inyectando 236.790 M€ entre enero y julio de 2012, compensando así tanto la brutal salida de capitales como el déficit por cuenta corriente.

Los adversos fundamentos de la economía española no generan por sí solos esa salida de capital. La explicación hay que buscarla en el riesgo que genera estar endeudados en una moneda sobre la que no tenemos control y en el miedo de los inversores a la ruptura definitiva del euro. Al pasar a formar parte del área euro España perdió el control sobre su moneda, y eso hace que aumente la probabilidad de impago, como demuestra el hecho de que a una economía con soberanía monetaria como la británica los mercados le asignan probabilidades de impago muy inferiores a la española (de acuerdo con los spreads actuales) y ello pese a que sus niveles de déficit público y deuda pública han venido siendo superiores a los españoles.

La razón principal estriba en que es muy difícil que los inversores puedan provocar un impago de la deuda soberana británica, ya que si deciden venderla, pueden comprar deuda privada británica si quieren mantenerse en libras o vender las libras recibidas en el mercado de divisas. Dicha venta provoca que los spreads de la deuda británica suban y la libra esterlina se deprecie, pero la liquidez se queda dentro del Reino Unido y su oferta monetaria se mantiene constante, a diferencia de lo que sucede en España. Ello es posible gracias a que las libras vendidas son compradas por otros inversores convirtiéndose en depósitos en libras, depósitos que pueden ser invertidos de nuevo por los bancos en deuda soberana por ser más segura y poder descontarla en el Banco de Inglaterra. Y en caso de que hubiera problemas de pago, éste seguiría prestando al Tesoro británico para evitar su impago. El caso de España (al igual que el cualquier otro miembro de la zona euro es diferente), dado que si los inversores venden deuda soberana española y quieren mantener su posición en euros éstos pueden invertir dichos euros en deuda soberana de otro Estado miembro, con lo que la liquidez se desplaza desde España hacia otro Estado miembro, reduciéndose su base monetaria. Y si venden los euros, la liquidez queda dentro de la eurozona, pero en el Estado miembro del inversor que los compre. Y en ambos casos el euro apenas se deprecia. Por último, si hay una venta masiva de deuda, el Tratado de Maastricht prohíbe al BCE prestar a los Estados miembros de manera que los inversores más especulativos son conscientes de que persistiendo en sus ventas de deuda soberana de un Estado, la crisis de liquidez que le provocan puede llegar a provocar un impago de la deuda, al no poder acudir el Estado miembro al banco central para pagarla.

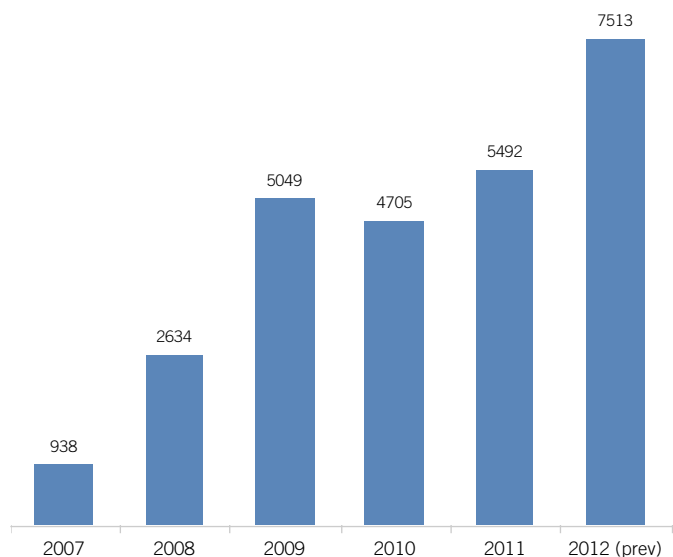
3.5. En medio de un crecimiento de la economía mundial frágil y una zona euro con toda probabilidad en recesión.

Tal y como recoge el cuadro 1 de previsiones de crecimiento de las distintas economías para 2012 y 2013 del FMI, la ralentización de la economía mundial es un hecho, en particular para las economías desarrolladas y muy especialmente en el caso de la zona euro, principal socio comercial de España.

Ello afecta también ritmo de crecimiento del comercio mundial, que está previsto que sólo crezca un 3,2% en 2012 y un 4,5% en 2013, haciendo más ardua la tarea de generar rentas vía exportaciones, una de las claves en la que se debe basar el crecimiento de la economía española en los próximos años. Las recientes previsiones de octubre del FMI para España son aún peores que las ofrecidas en julio de 2012 pues el organismo internacional pronostica una caída del PIB español del 1,5% para 2012 y del 1,3% para 2013.

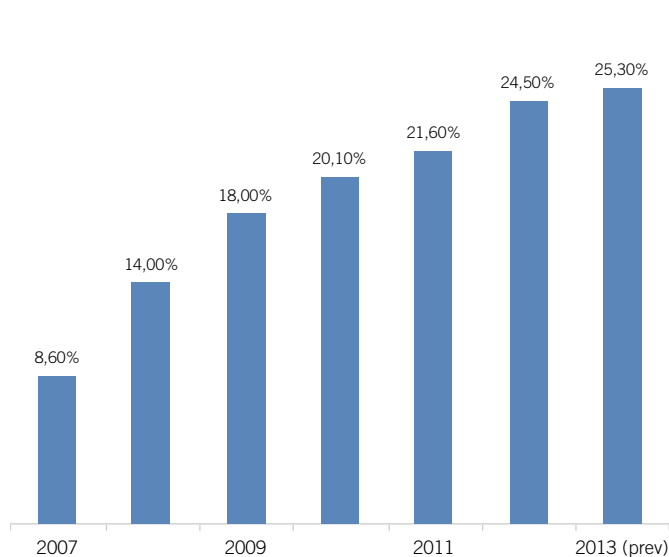
Por otro lado, si observamos las previsiones, en este caso de la OCDE, sobre la demanda de inversión en España (gráfico 6), el comportamiento de este componente fundamental de nuestra demanda interna tampoco son nada esperanzadoras, sobre todo teniendo en cuenta que la deman-

Gráfico 7. Concursos de acreedores



F Fuente: axesor

Gráfico 8. Tasa de desempleo en España



F Fuente: OCDE

da de inversión se espera que se haya recuperado en 2013 en el conjunto de la zona euro y el total de países que forman parte de la OCDE.

En el caso español esta caída se ve especialmente afectada por la disminución de la inversión pública, debido a los efectos del gobierno por reducir el déficit público, pero también tiene un componente notable de caída de la inversión privada. Ello nos permite adelantar la necesidad imperiosa de habilitar formas alternativas y atractivas de inversión nacional y extranjera que permitan impulsar el crecimiento de empresas solventes españolas y con capacidad de expansión, que las hay, y no sólo grandes, sino también empresas de mediana dimensión con poca deuda y muy bien gestionadas, como veremos a lo largo del presente informe.

3.6. Con precios de las materias primas, concursos de acreedores y número de parados en máximos.

Del mismo cuadro anterior se concluye que el coste del petróleo va seguir en niveles muy elevados, lo que en una economía como la española fuertemente dependiente de esta materia prima dicho coste se trasladará a las empresas y particulares en forma de mayores costes, afectando a la competitividad y transmitiéndose al global de la economía como “shock de oferta” adverso. El número de procedimientos formales de insolvencia alcanzará en 2012 un máximo histórico, superando las 7.500 sociedades concursadas.

España seguirá en 2012 perdiendo tejido productivo. El número de bajas oficiales también será el máximo desde la llegada de la crisis (por encima de las 29.000). No obstante, el número de cierres reales de empresas está muy por encima. Entre 2008 y 2011 España fue el país de la zona euro que registró el mayor incremento acumulado de concursos de acreedores. Los procedimientos formales de insolvencia, según nuestras previsiones, se situarán a finales de año por encima de las 7.500 sociedades concursadas, tal y como muestra el gráfico 7, lo que representa un máximo histórico.

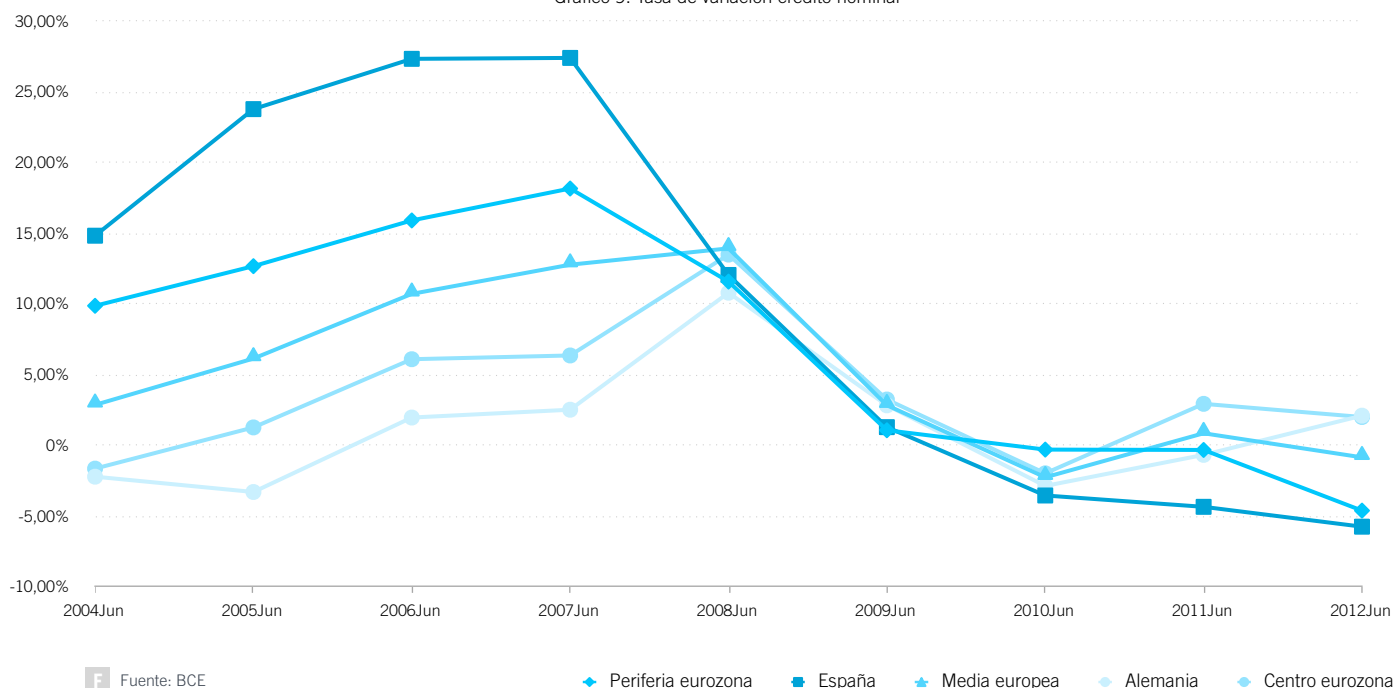
Por último, impagos, problemas de financiación y de liquidez, caída de las ventas, desmoronamiento del sector de la construcción se encuentran entre los principales responsables del cierre de empresas y de las cifras históricas de desempleo previstas para 2012 y 2013, recogidas en el gráfico 8.

3.7. Ineficacia en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El papel del BCE como prestamista de última instancia.

Como sabemos, en un entorno de tipos de interés casi nulos, la política monetaria se ve impotente en su objetivo de reactivar la economía aumentando el gasto nominal agregado. Pese a la adopción de medidas no convencionales por parte del Banco Central Europeo, que ayudan sobremedida a la economía española, solucionando en parte sus graves problemas de liquidez, la ineficacia

Entre 2008 y 2011 España fue el país de la zona euro que registró el mayor incremento acumulado de concursos de acreedores. Los procedimientos formales de insolvencia, según nuestras previsiones, se situarán a finales de año por encima de las 7.500 sociedades concursadas, tal y como muestra el gráfico 7, lo que representa un máximo histórico.

Gráfico 9. Tasa de variación crédito nominal



Se observa fácilmente como la evolución del crédito es negativa en la periferia y en España, cae ligeramente en la media de la eurozona, mientras que el crédito sigue creciendo y financiando empresas y particulares en el centro de la eurozona, especialmente en Alemania.

en los mecanismos de transmisión de la política monetaria impide que el crédito llegue a economías domésticas y empresas.

De nuevo, en el análisis del marco de la recuperación de la economía española, se observan razones de peso para la creación de mercados alternativos para que las Pymes fueran financiarse, tanto a corto plazo y mejorar sus problemas de liquidez (el mercado de pagarés sería deseable que jugase un papel mucho más importante en los próximos años) como a medio y largo plazo para hacer viables las oportunidades de inversión en empresas españolas con grandes posibilidades de expansión internacional así como de desarrollar productos y servicios innovadores.

3.8. Con caída de la financiación bancaria y de la oferta de crédito en España y fragmentación de la eurozona.

El crédito no llega a las Pymes españolas (o lo hace a un coste muy elevado) debido a que el mercado interbancario está crecientemente cerrado para nuestro país, siendo ineficaz la política monetaria en su transmisión a varios miembros de la euro zona (entre ellos España). En este sentido, recientemente el presidente del Banco Central Europeo, aludía a estos problemas concluyendo: “Tenemos pruebas sustanciales de que el área monetaria europea está ahora fragmentada”.

Los graves problemas que ocasiona el hecho de que el crédito (debido a la falta de confianza en los bancos españoles y la ineficacia de la política monetaria) no fluya hacia las pequeñas y medianas empresas alcanza tintes dramáticos para muchas Pymes, dado que el peso de la financiación bancaria para este segmento de empresas alcanza en la zona euro una cifra cercana al 75%. En Estados Unidos este peso se sitúa tan sólo en el 25%, financiándose la mayoría de empresas a través del mercado.

Por otro lado, las importantes necesidades de financiación del erario público también “expulsan” parte de la financiación bancaria de la iniciativa privada hacia el Estado, a través de la compra de deuda pública por parte de las entidades de crédito, que les permite obtener con su descuento en el Banco Central Europeo un importante beneficio, pero que no soluciona el problema de asfixia financiera que viven las pequeñas y medianas empresas de nuestro país.

La fragmentación de la zona euro supone que la contracción de crédito no es la misma en todos los países, y, por supuesto, que el coste de financiarse para las empresas de los distintos países miembros varía sustancialmente.

3.8.1. Evolución del crédito bancario en la zona euro. El acceso al crédito según las empresas.

No sólo el coste de la financiación es mayor en la periferia europea. Las empresas están además más racionadas, a juzgar por la evolución que ha seguido el crédito, tal y como muestra el gráfico 9. En junio el crédito a empresas cae más de un 5% interanual en España.

Se observa fácilmente como la evolución del crédito es negativa en la periferia y en España, cae ligeramente en la media de la eurozona, mientras que el crédito sigue creciendo y financiando empresas y particulares en el centro de la eurozona, especialmente en Alemania.

3.8.2. Divergencia en el acceso y en el coste de financiación: núcleo versus periferia.

Si la contracción de crédito y las alarmantes dificultades de acceso al crédito son un hecho en España como acabamos de ver, no lo es menos la fragmentación de las economías de la zona euro en la actualidad. Tal y como muestra el **gráfico 10**, la divergencia entre los tipos de interés a largo plazo entre regiones que comparten la misma moneda es sorprendente. ¿Alguien se imagina esas diferencias en los tipos de interés entre California, Florida, Illinois y Alabama?

Las diferencias tan elevadas entre los tipos de interés responden a las diferencias entre las distintas rentabilidades que están obligadas a ofrecer los distintos países para poder financiar su deuda. En efecto la diferente prima de riesgo recoge el distinto riesgo de insolvencia percibido por los inversores para los diferentes países (aunque una parte sustancial de la diferencia cabe atribuirlo a la apuesta por la ruptura del euro). Ello se transmite a toda la economía encareciendo la financiación y fragmentando los distintos mercados de crédito nacionales dentro de la zona euro. Así, encontramos como mientras que el tipo de interés para nuevos créditos a empresas según el Banco Central Europeo para aquellas operaciones de un importe inferior a un millón de euros se situó en junio en el 6,85%, 6,5% y 6,24% en Portugal, España e Italia, respectivamente, el coste de la financiación bancaria para las empresas francesas o alemanas fue de un 4,14% y un 4,04% respectivamente. El compromiso del Banco Central Europeo de comprar deuda pública de los países del área euro si cumplen los compromisos macroeconómicos y reformistas adquiridos debiera servir para reducir, al menos a corto plazo, esas diferencias. Esto es fundamental si se quiere que las empresas de la periferia europea recuperen parte de la competitividad perdida durante la primera década de existencia del euro, esencial para la propia pervivencia de la moneda única.

4. Un nuevo modelo de crecimiento económico hace necesario ampliar el número de alternativas de financiación.

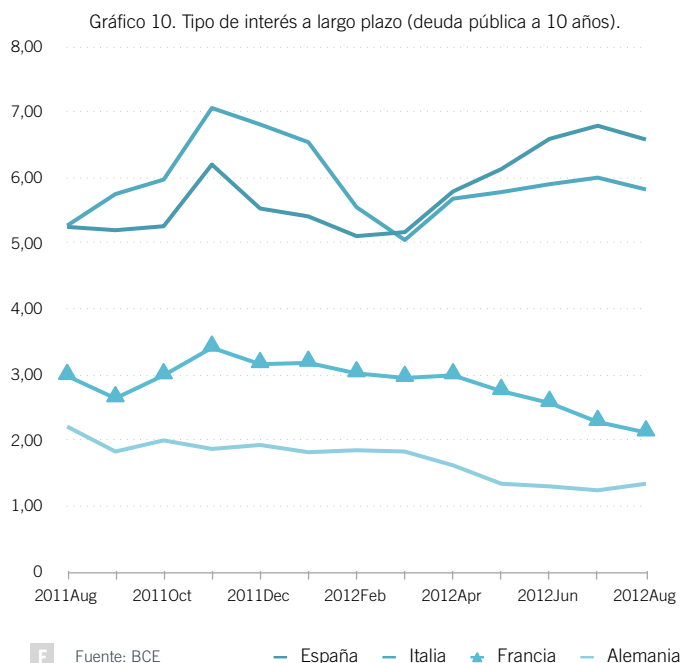
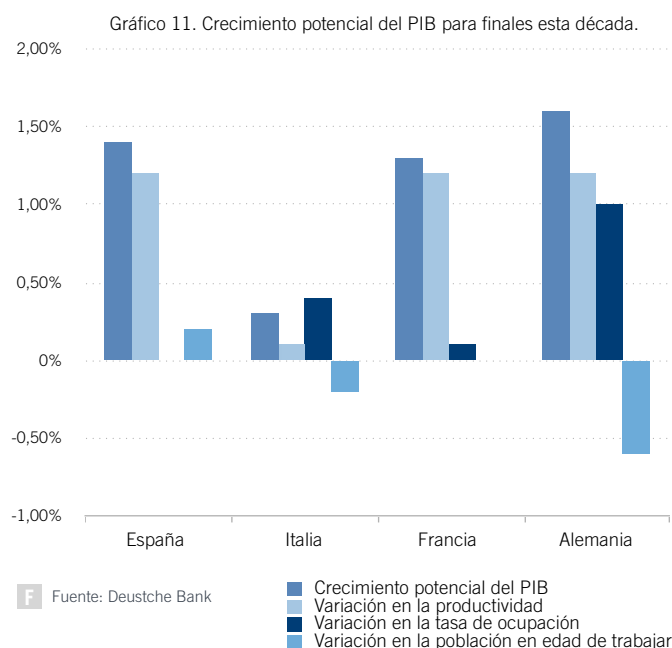
Hemos visto los principales desequilibrios macroeconómicos y financieros que condicionan la recuperación de la economía española y como la falta de crédito y de liquidez es uno de los más graves problemas a los que deben hacer frente las sociedades no financieras en España, especialmente el segmento pyme.

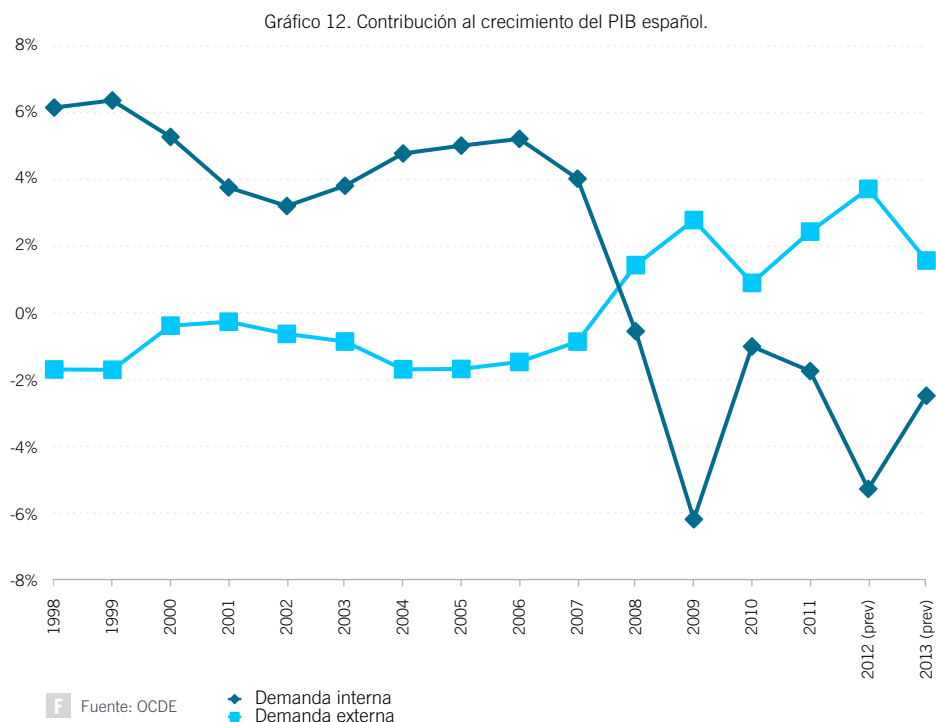
España es una economía competitiva y sostenible pese a las turbulencias financieras que afectan severamente la situación financiera de nuestro país. Conviene recordar que, dentro del grupo de las principales economías europeas, sólo España (junto con Alemania) ha sido capaz de mantener su cuota de mercado en las exportaciones mundiales en la última década. En un reciente informe sobre el crecimiento potencial de las principales economías europeas para finales de esta década la economía española aparecía con una capacidad de crecimiento similar a la de Alemania y Francia y superior a la de Italia, tal y como recoge el **gráfico 11**.

Ello se explica fundamentalmente por la contribución esperada positiva de la variación en la productividad y en la población en edad de trabajar, pese a que el mercado de trabajo siga penalizando el crecimiento de nuestra economía con un bajo crecimiento esperado de la tasa de ocupación.

El denominado “cambio de modelo económico” pasa, sin lugar a dudas, por lograr, a medio plazo:

1. Una economía capaz de innovar más, que reduzca significativamente la inversión empresarial en activos financieros, en suelo y en vivienda y en infraestructuras y que impulse la inversión de las empresas en equipos, formación y tecnología a fin de elevar su productividad y competitividad, lo único que nos garantiza mantener y mejorar nuestro nivel de vida.



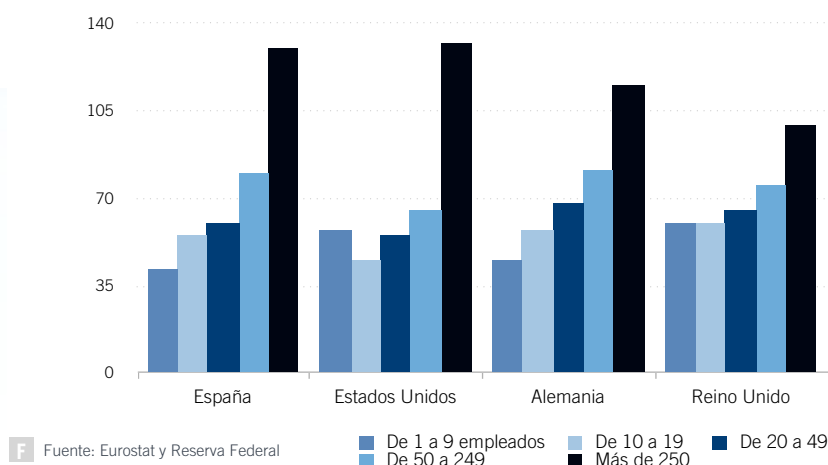


- Una economía capaz de exportar más, con muchas más empresas exportadoras, con productos de mayor valor añadido y hacia un espectro de mercados más diversificado que el actual, excesivamente dependiente del mercado europeo.

La importancia que adquiere el sector exterior para la economía española se observa al analizar lo sucedido desde el inicio de la crisis así como las previsiones de la OCDE de contribución al crecimiento tanto de la demanda interna como de la demanda externa (gráfico 12).

El escaso crecimiento del PIB registrado desde 2008 ha sido fruto de la contribución positiva del sector exterior. La demanda interior ha mantenido su contribución en clave negativa desde 2008 y lo seguirá haciendo durante 2012 y 2013.

Gráfico 13. Productividad del trabajo y tamaño de empresa (como % de la productividad media en Estados Unidos).



Ambos desafíos anteriormente comentados requieren disponer de la financiación suficiente para que se puedan hacer realidad. Ambos retos son intensivos en financiación. Aumentar el tamaño medio de la pyme española para que pueda habilitar un espacio interno a la investigación así como para que pueda acceder y consolidarse en los mercados exteriores requiere disponer de una infraestructura financiera más profunda, diversificada e inclusiva que la actual. El peso de las entidades de crédito en la financiación empresarial no sólo ha sido excesivo a lo largo de la última década, sino que, a la postre, se ha mostrado ineficiente. Las necesidades de capital de un segmento del sistema financiero español rondan los 50.000 M€, tal y como pusieron de manifiesto los recientes tests de solvencia sobre la banca española.

La importancia del tamaño empresarial para acceder y ser competitivo en los mercados exteriores se observa muy claramente en el gráfico 13. La productividad media de las grandes empresas españolas (más de 250 empleados) es tan elevada como el de las empresas americanas e incluso

superior al de las empresas alemanas o británicas. Ahora bien, conforme consideramos empresas de menor dimensión observamos que la productividad cae y es menor en muchos casos que la de otras economías desarrolladas. Resulta fundamental por tanto, en aras a ser competitivos e incrementar nuestras exportaciones, aumentar el tamaño medio de la empresa española.

El sector exterior debe ser clave para la expansión económica de España en el futuro y esto pasa por aumentar el tamaño empresarial (tamaño y cuota exterior vienen de la mano), facilitar que sea más dinámico y productivo, a través de introducir competencia y mediante reformas estructurales. Pero también es enormemente relevante valorar que la necesidad de abrirse al exterior supondrá un mayor tamaño de las empresas, y esto pasa por mejorar los canales de financiación más allá del crédito bancario o la autofinanciación de la pequeña empresa.

La ineficiencia generada en la asignación del capital por parte del sistema financiero español viene recogida en el **gráfico 14**, que muestra con toda claridad la ineficiente distribución del saldo vivo de crédito todavía existente a mediados de 2012. Del total de financiación recibida y todavía por devolver a junio de 2012, el 42% corresponde al macro sector Promoción-Construcción-Inmobiliario, más que todo el sector Servicios en conjunto (sin contemplar obviamente los servicios inmobiliarios), que sólo logra ascender hasta el 41% del total. El 17% restante se lo reparten la Industria (15%) y la Agricultura (2%).

La disfuncionalidad existente en la actualidad en el mercado de crédito español, que tiene las arterias del crédito obstruidas y que expone a la economía española a un lento y doloroso episodio de recuperación económica sin crédito (*creditless recovery*), requiere habilitar vías alternativas de financiación para que las Pymes españolas puedan afrontar con garantías los dos desafíos mencionados anteriormente. El **gráfico 15** muestra como tan sólo el sector servicios (no inmobiliarios) logró en su conjunto en junio de 2012 más crédito que hace tres años, crecimiento que podría ser plano si no fuese por el dinero destinado a actividades de intermediación financiera.

Gráfico 14. Peso de cada sector en la financiación bancaria Junio 2012.

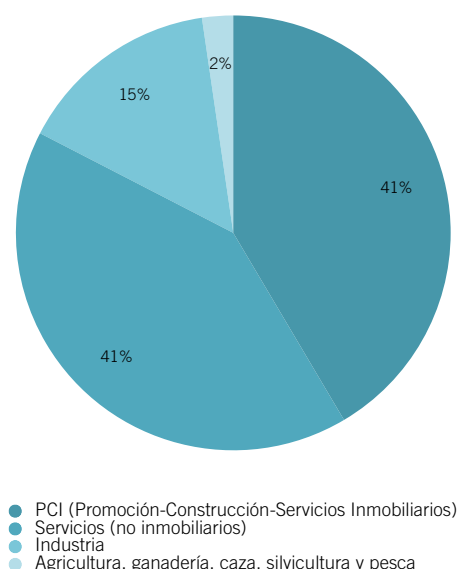
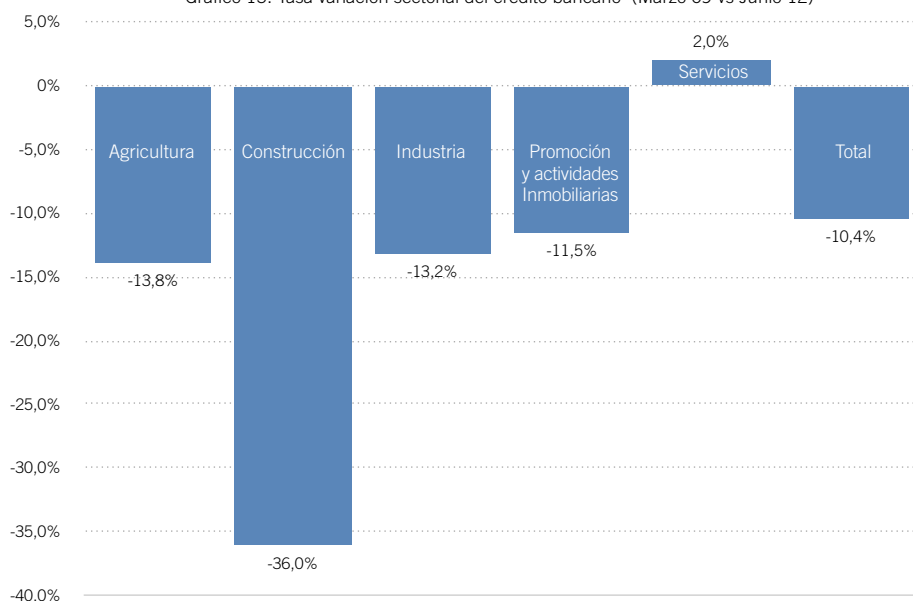


Gráfico 15. Tasa variación sectorial del crédito bancario (Marzo 09 vs Junio 12)



F Fuente: Banco de España

El gráfico también muestra el fuerte ajuste de crédito que está experimentando el sector de la construcción, con una caída en los últimos tres años del 36% del saldo vivo de esta actividad productiva. El ajuste es igualmente intenso en agricultura e industria cuyo saldo vivo cae en torno a un 13%. Las actividades de promoción y actividades inmobiliarias que son las que deberían haber llevado a cabo un ajuste más intenso en línea con lo sucedido en el sector de la construcción y dado el desmoronamiento del sector es curiosamente el que menos se ha ajustado en los últimos tres años. Refinanciaciones y falta de interés en reconocer la realidad de este sector (esto es, necesidad de bajar más los precios, vender activos y poder devolver al menos parte de la deuda) bloquean la recuperación a medio plazo del crédito hacia otros sectores de actividad con mayor proyección. El flujo de crédito hacia las Pymes está casi completamente roto y no hay perspectivas de que algo cambie en los próximos trimestres.

El excesivo peso de la financiación bancaria en la financiación de las empresas, y en especial de las Pymes, dejaba una parte residual de la financiación para el resto de opciones de financiación. Tradicionalmente aquellos sectores considerados como más arriesgados por las entidades de crédito tales como el sector de emprendedores o aquellos sectores más innovadores, pero sin apenas





garantías inmobiliarias, se veían obligados a buscar alternativas de financiación. En el contexto de contracción del crédito por el que atraviesa la economía española, un porcentaje cada vez más elevado de Pymes de todos los sectores de actividad se encuentran en esta situación. Los sectores con mayor capacidad de crecimiento (bienes y servicios exportables e innovadores) sufren escasez o contracción del crédito bancario, muy concentrado en el ámbito promotor-inmobiliario. La estrategia de las entidades financieras consiste en refinanciar crédito promotor y posponer pérdidas, restringiendo el crédito para otros sectores de actividad. El ajuste en el sector de actividades inmobiliarias (incluye crédito promotor) recogido en el gráfico es menor que en la industria. ¿Cómo van a poder financiar sus inversiones las empresas industriales españolas ya consolidadas así como las nuevas empresas innovadoras que nazcan en los sectores con mayor futuro?

Tanto en el caso de nuevos emprendedores como de empresas ya consolidadas el esfuerzo de que la financiación llegue a las empresas no es menor. Tanto el Instituto de Crédito Oficial (ICO) como la Empresa Nacional de Innovación (ENISA) adscrita al Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, han llevado a cabo importantes esfuerzos para dotar de financiación a las Pymes desde el inicio de la crisis. No en balde, el ICO, convertido en agencia financiera del Estado, formalizó 251.000 operaciones de préstamo por importe de 20.920 M€ (cifra similar al potencial de emisión en España de un nuevo mercado de bonos corporativos para Pymes de mediana dimensión).

Desgraciadamente, el desarrollo de la financiación vía capital riesgo en España nunca adquirió el protagonismo de otras economías desarrolladas y no parece que ahora su peso en la economía vaya a experimentar un incremento sustancial.

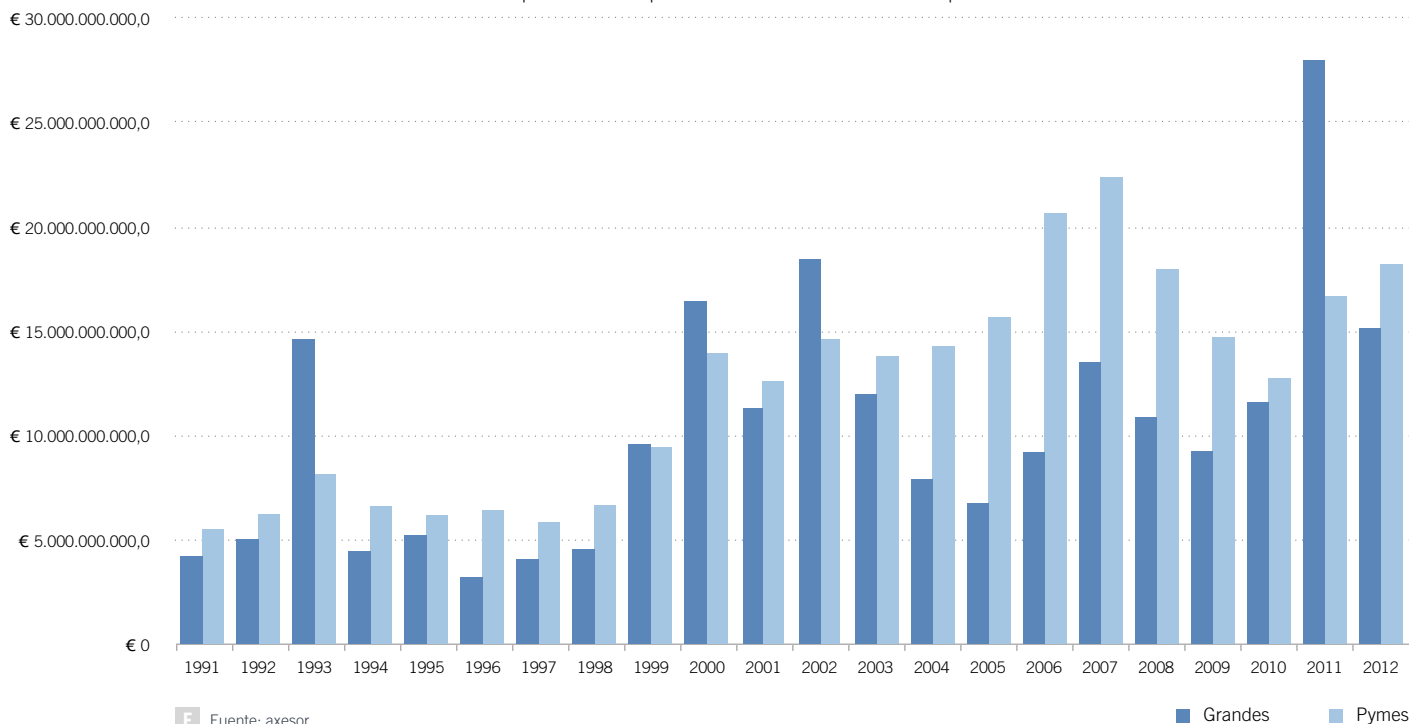
Finalmente para las empresas de tamaño mediano, con una facturación entre 15 y 1.000 M€ existe la opción de acudir al mercado alternativo, ya sea el bursátil (MAB) o el mercado de deuda corporativa y pagarés que el actual gobierno prevé crear con el objetivo de facilitar las necesidades de liquidez y de financiación de las Pymes de mayor dimensión y capacidad de desarrollo, a semejanza del ya existente mercado español de deuda corporativa (AIAF) integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Un mercado alternativo de financiación para empresas de mediana dimensión, ya sea bien a través de la emisión de pagarés para reducir

los enormes problemas de liquidez a corto plazo de las empresas más pequeñas, o bien a través de las emisiones de bonos para paliar la falta de crédito para proyectos de inversión a medio y largo plazo de las Pymes de mayor tamaño encuentra toda la razón de ser ante la incapacidad financiera de las entidades de crédito. La existencia de este mercado sería atractiva tanto para inversores institucionales (compañías de seguros, fondos de inversión, etc.) como para inversores minoristas. Y, sobre todo, este mercado alternativo facilitaría, como veremos en el último capítulo del presente informe, una recuperación más sólida de la economía española:

- En primer lugar, permitiría aprovechar la existencia de alrededor de 800 empresas españolas con una alta capacidad de crecimiento y de creación de empleo y altamente solventes para dinamizar la economía española
- En segundo lugar, atraería una inversión extranjera muy necesaria para aumentar el tamaño medio de la empresa española, logrando así mejoras de productividad y mayores niveles de innovación e internacionalización, en un momento crucial dadas las carencias de consumo e inversión internas. El volumen estimado de emisión posible de estas empresas podría aproximarse a 20.000 M€.
- En tercer lugar, agilizaría la reestructuración empresarial necesaria dentro de la economía española, al disponer las empresas de mayor financiación para llevar a cabo operaciones corporativas de adquisición, de concentración o de escisión, dotando así de mayor flexibilidad a las empresas para ajustar sus estructuras a las posibilidades que brindan los mercados internos y externos, lo que también facilitaría la necesaria reasignación de recursos entre sectores, desplazando capital y trabajo desde aquellas actividades más orientadas a proveer bienes y servicios a la demanda interna hacia aquellas actividades orientadas a la exportación.
- En cuarto lugar, la puesta en marcha de este mercado de deuda corporativa para empresas de mediana dimensión reforzaría, a través de las inversiones llevadas a cabo por las empresas capaces de emitir su deuda, la valiosa cadena de relaciones comerciales entre empresas, coadyuvando a elevar la actividad exportadora de las Pymes más pequeñas a través de las relaciones comerciales y el conocimiento de los mercados exteriores de las Pymes con elevada calidad crediticia, en su mayoría plenamente internacionalizadas,

Gráfico 16. Ampliaciones de capital de sociedades no financieras. Importe. Periodo enero-octubre.



del mismo modo que el tejido productivo nacional se ha beneficiado durante la última década de la internacionalización de las hoy grandes multinacionales españolas.

- En quinto lugar, reforzaría el rol trascendental que juega el crédito comercial como canal de redistribución al permitir que aquellos proveedores con nuevo acceso al mercado de capitales dispusiesen de recursos para financiar la actividad comercial de aquellos clientes con mayores dificultades de financiación.
- Por último, este conjunto de empresas cuentan con un apalancamiento financiero positivo, con lo cual, un mayor nivel de deuda redundaría en una mejora de la rentabilidad financiera.

Y todo ello sin olvidar que un mercado de deuda corporativa ágil, profundo y líquido serviría para disciplinar y hacer más eficientes a las entidades de crédito, al dotar a las empresas de más posibilidades de financiación, introduciendo así una saludable y eficiente competencia entre la financiación bancaria y la financiación directa a través de los mercados.

Una ojeada hacia cómo se han financiado recientemente las Pymes españolas muestra el fuerte incremento experimentado por la financiación a través de ampliaciones de capital, tal y como muestra el gráfico 16.

Estas empresas están invirtiendo pues tienen capacidad de crecer, al tiempo que el reforzar sus recursos propios incrementan la probabilidad de tener acceso a la financiación bancaria. En cualquier caso, las ampliaciones de capital demuestran la confianza de sus accionistas en los proyectos empresariales. Una solución válida a corto plazo que se antoja difícilmente sostenible en el tiempo y que sugiere la necesidad de proveer alternativas de financiación a las Pymes españolas. No conviene olvidar que este tipo de financiación plantea menores exigencias sobre los gestores y directivos (al no tener que detraer del beneficio para amortizar la deuda), y, en aras a lograr la mejor gestión de la empresa y el mayor crecimiento empresarial, puede ser eficiente contar con una estructura de financiación más diversificada entre financiación interna y financiación ajena.

Analizamos a continuación las razones que permiten comprender por qué los mercados financieros son diferentes, la importancia de la información en estos mercados así como de la necesidad de agentes o instituciones que reduzcan los problemas de asimetría de información entre prestamistas y prestatarios.





5. El mercado financiero, un mercado diferente.

Las crisis financieras llevan alertando desde hace siglos sobre la peculiaridad y trascendencia de las finanzas. Las burbujas han coadyuvado también a destacar las singularidades de la actividad financiera advirtiéndole sobre las consecuencias en la sobrevaloración de activos.

El sector financiero se diferencia de otros sectores en que el mecanismo que relaciona la oferta con el precio es menos efectivo, o incluso perverso. En una industria tradicional, una expansión de la oferta presiona de forma inmediata los precios a la baja (para una demanda más o menos estable), estrechando los márgenes de beneficio, reduciendo el incentivo para invertir y provocando la salida de la industria. En el sector financiero, el precio que cae cuando se incrementa la oferta de crédito es el tipo de interés. Esto tiene el efecto de impulsar al alza el valor de los activos y aparentemente fortalecer el balance tanto de prestatarios como de intermediarios financieros. La mayor valoración de los activos incentiva el endeudamiento y la expansión crediticia contribuyendo a mayores incrementos del crédito.

Los mercados financieros son mercados de activos que comercian corrientes de pago distribuidas en el tiempo (el mercado de la vivienda se parece más a un mercado de activos que a un mercado de bienes). Cuando se compra un activo se está especulando sobre el futuro y pequeños cambios en las opiniones sobre cómo será ese futuro pueden tener un efecto acusado sobre el valor de esos activos, lo cual implica que la volatilidad es una cuestión muy importante en la calificación de esa valoración.

Por lo tanto, el elemento diferencial de las finanzas es que se asignan recursos hoy frente a una promesa de rentabilidad futura. En consecuencia, los mercados de capital no pueden funcionar simplemente como un mercado de subasta normal, pues se hace necesario incorporar la posibilidad de que el demandante no cumpla con las condiciones establecidas. Por tanto, en contraste con los mercados de productos homogéneos en los cuales las corrientes de oferta y demanda determinan los precios, en los mercados financieros el papel de las “instituciones financieras” (entidades de crédito, agencias de rating) en la selección de los demandantes y en el establecimiento de un precio que maximice sus ingresos (que no tiene por qué coincidir con el tipo de interés más alto que apliquen a sus préstamos) es fundamental.

Así, el mercado de crédito es totalmente distinto ya que la naturaleza del demandante de crédito es esencial. La disposición a conceder un crédito depende de la confianza que merezca el deudor y esta se fundamenta en la información y en la experiencia en el cumplimiento de operaciones anteriores. La información en finanzas es de tal trascendencia que un pequeño cambio en ella, o



en la confianza sobre ella, cambia de forma trascendental el volumen de crédito, con independencia de la disponibilidad de recursos y de la demanda de los mismos.

A todo lo anterior hay que añadir que la incertidumbre se acrecienta si los mercados son internacionales pues añaden a las características propias de lo financiero las diferencias de cultura, idioma y entorno, y eso conlleva atribuir aún mayor confianza a los juicios de los demás (agencias de rating), a los cuales se supone mejor informados, lo que puede dar lugar a comportamientos desestabilizadores de “efecto rebaño”. En este contexto adquiere gran relevancia el proyecto de la comisión europea de crear una agencia de calificación crediticia europea según el cual en cada país, como mejor conocedor de su propia economía, existiría una sucursal de dicha agencia liderada por una empresa independiente con capacidad para maximizar la probabilidad de acierto en la emisión de ratings, al ser grandes conocedores de la situación de las empresas españolas así como de todos los agentes que en ella intervienen. Del mismo modo que las grandes agencias de rating internacionales mostraron su gran desconocimiento sobre la situación real del tejido empresarial japonés y sobre su economía en general al igualar la calificación crediticia de su deuda con la de un país como Botswana en la década de los 90, parece igualmente desacertado situar la nota de la deuda española en octubre de 2012 al mismo nivel de economías tales como Marruecos, Colombia o Croacia.

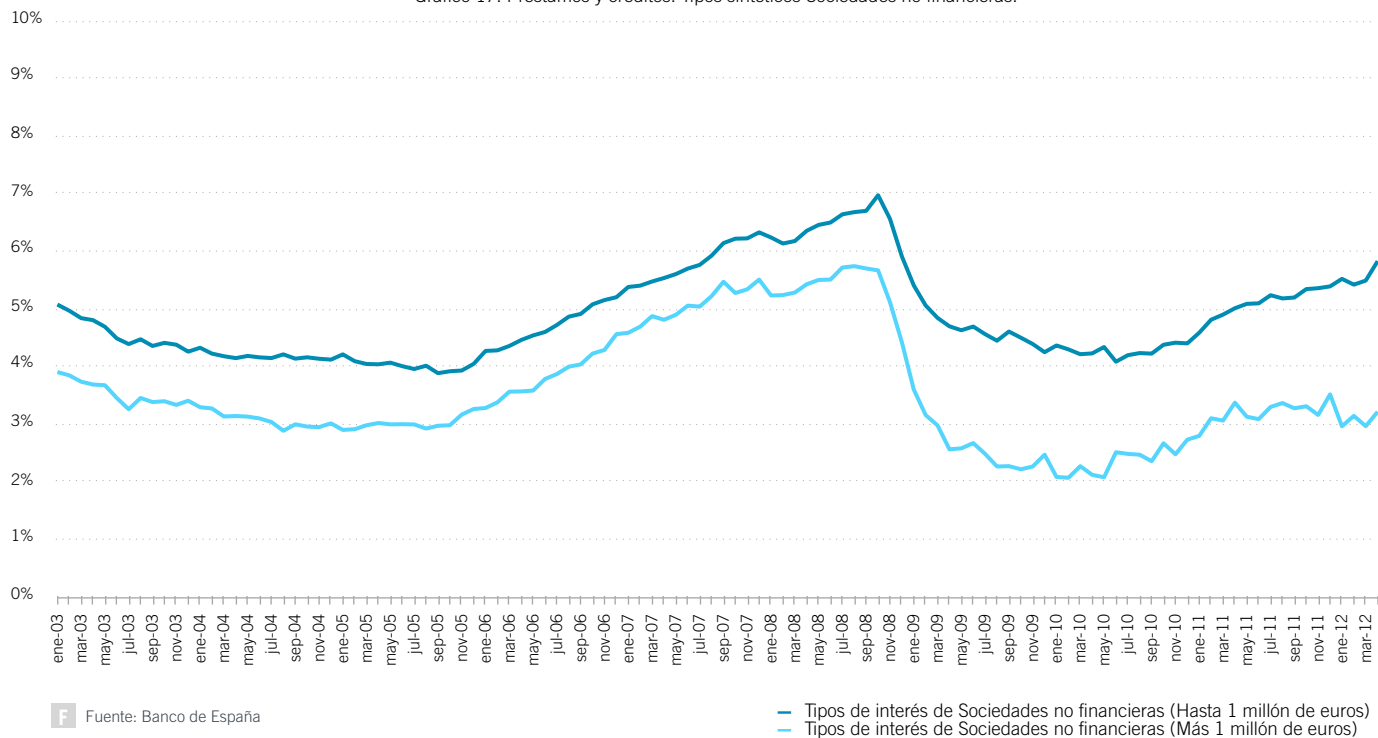
5.1. Imperfecciones en el mercado de crédito. Causas del racionamiento del crédito.

Una característica determinante del mercado de bienes es que, en equilibrio, la oferta se iguala a la demanda mediante el ajuste del precio. Sin embargo, hay mercados como el mercado de trabajo o el financiero en los que la situación normal es que se produzca racionamiento. En concreto, en el mercado de crédito la demanda de fondos prestables supera sistemáticamente a la oferta puesto que el tipo de interés no actúa igualando ambos flujos.

La concesión de crédito por parte de los bancos tiene como referencias claves el tipo de interés del préstamo y el riesgo que asumen. Sin embargo, el tipo de interés que apliquen afecta al nivel de riesgo puesto que selecciona a los prestatarios (efecto de selección adversa) e influye sobre la actuación de éstos una vez obtenidos los recursos (efecto incentivo o riesgo moral). Esos dos efectos se derivan de la información imperfecta, por asimétrica, con la cual los bancos han de evaluar las peticiones de crédito.

La selección adversa es consecuencia de las distintas probabilidades de que los prestatarios hagan frente a las obligaciones financieras contraídas. Conforme se eleva el tipo de interés, los deudores

Gráfico 17. Préstamos y créditos. Tipos sintéticos Sociedades no financieras.



Pese a que el problema principal al que deberán hacer frente las Pymes es la falta de financiación por racionamiento del crédito, el coste en caso de obtener dicha financiación también se ve penalizado conforme aumenta la incertidumbre económica.

de calidad con proyectos de bajo riesgo van siendo sustituidos por otros que ofrecen menor seguridad en el cumplimiento de sus compromisos y que desarrollan actividades con mayor nivel de riesgo. De lo anterior se deriva una consecuencia esencial: el beneficio bancario no sólo depende del tipo de interés de los créditos sino del riesgo asumido; por consiguiente, el tipo de interés no actúa como mecanismo equilibrador y en el mercado de crédito es normal la situación de racionamiento ante la posibilidad de quedarnos con una cartera de clientes dispuestos a pagar un tipo de interés muy elevado pero que presentan una probabilidad de impago (riesgo de crédito) también muy elevada. Los problemas de información asimétrica llevan a que, ante la probabilidad creciente de que la empresa prestataria asuma un riesgo elevado (la empresa está dispuesta a pagar un tipo de interés elevado por la financiación), las entidades prestamistas hagan desaparecer el mercado al no conceder crédito dado el deterioro progresivo experimentado en la calidad crediticia de su cartera de clientes. Los problemas de información asimétrica ponen de manifiesto la importancia de contar con agentes que evalúen la calidad crediticia de las empresas.

Pese a que el problema principal al que deberán hacer frente las Pymes es la falta de financiación por racionamiento del crédito, el coste en caso de obtener dicha financiación también se ve penalizado conforme aumenta la incertidumbre económica. Como recoge el gráfico 17, el coste diferencial se amplía desde finales de 2008 entre las operaciones de préstamo hasta 1 M€ y las operaciones de importe superior.

A finales del primer cuatrimestre la diferencia entre lo que le cuesta a las Pymes obtener financiación frente al coste que soportan las grandes empresas alcanzó su máximo desde finales de 2008, en que empezó a abrirse esta brecha. Mientras que el tipo de interés aplicado a las grandes empresas se situó en un 3,2%, las Pymes pagaron un tipo de interés del 5,8% en abril. Pues bien, la situación en agosto es que mientras que el tipo de interés que se le aplica, de media, a las Pymes se mantuvo en el 5,8% para las grandes se situó en el 2,74%.

Pues bien, las agencias de rating existen para reducir los problemas de agencia y de información asimétrica. Ante la posibilidad, por parte del agente (directivos de compañías y de ministros de Hacienda), de falsear las cuentas y ocultar información al principal (los inversores o accionistas), exigir una calificación crediticia mínima puede reducir el riesgo del principal de que el agente lleve a cabo inversiones de alto riesgo ("high yield"). Así, invirtiendo sólo en activos de grado de inversión ("investment grade") se minimizan las posibilidades de engaño, permitiendo las agencias de rating, de este modo, ayudar a los inversores a superar la falta de información sobre variables que determinarán si un deudor será capaz de hacer frente a su deuda. Es por ello que un buen número de inversores exigen a los gestores de sus fondos que inviertan solo en valores de grado inversión calificados por un reducido grupo de agencias, lo que permite que exista consistencia entre las calificaciones. Sin embargo, las características tradicionales de monopolio natural de este mercado son especialmente reforzadas por la dependencia que tienen los reguladores (bajo el marco de Basilea II) de los ratings.

Distinguir entre empresas de alta o baja calidad crediticia puede ser de gran utilidad para que los inversores tomen las mejores decisiones de inversión y para que la economía en su conjunto se



beneficie del éxito de esas inversiones. Y es que, conforme más solvente y mejor gestionada esté una empresa (lo que dará lugar a una mayor calidad en sus ratings) mayor es la probabilidad de que pueda satisfacer sus compromisos de pago y retribuir a sus acreedores.

En este sentido, el principal papel que cumplen las agencias de calificación crediticia es ayudar a reforzar la transparencia y la eficiencia en los mercados de deuda reduciendo las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios. Esta función, que permite distinguir la calidad crediticia de las empresas, es beneficiosa para el mercado y para el conjunto de la economía al aumentar la confianza del inversor y permitir a las empresas deudoras tener acceso a un mayor volumen de financiación. Y en el caso de que el emisor sea una sociedad no financiera, el contar con el instrumento de financiación directa a través del mercado logra reducir la tradicional excesiva dependencia del sector bancario.

Las agencias de rating internacionales cometieron fallos importantes de calificación de determinados productos financieros, que derivaron en una de las mayores crisis financieras internacionales recientes. Una importante lección tras lo ocurrido es que se hace necesario un cambio de modelo en el diseño de estas compañías. El modelo en el que paga el inversor en lugar del emisor de la deuda (investor-pay model) debe estar orientado hacia el inversor, y no hacia el emisor como antes de la crisis. De esta forma, se vuelve al modelo original de operar de esta industria antes de los años 70, donde los ratings no eran solicitados por el emisor, siendo el inversor interesado en conocer el grado de solvencia de una empresa el que debía pagar por obtener un rating que evaluase el riesgo de crédito de dicha compañía. Con este nuevo modelo se evita el conflicto de interés entre agencias y empresas, principal responsable del mal funcionamiento de las agencias de calificación en el pasado, donde hubo calificaciones demasiado optimistas de empresas y productos que luego resultaron ser de muy dudosa calidad. La vuelta a un sistema de agencias de calificación crediticia en el que el que paga es el inversor (investor-pay system) garantiza que logremos la manera más eficiente de volver a alinear los incentivos de agencias calificadoras y empresas calificadas.

Como veremos al final del presente informe, la creación de numerosas agencias de rating locales permitió al tejido empresarial de importantes economías de Asia diversificar sus fuentes de financiación. Tanto Japón como las economías del sudeste asiático sufrieron a lo largo de la década de los años 90 graves crisis financieras. Ello llevó a las autoridades

económicas a comprender la necesidad de reducir la financiación bancaria diversificando las alternativas de financiación de las empresas. La emisiones de deuda directamente por parte de las empresas y la existencia de agencias de rating locales capaces de emitir calificaciones sobre la calidad crediticia de esa deuda ayudaron de manera significativa a relanzar el crecimiento de las economías asiáticas. De ello se beneficiaron incluso empresas de mediana dimensión, cuya deuda no generaba interés para las agencias de rating internacionales, y que, en su defecto, eran calificadas por agencias de rating locales, lo que facilitó el desarrollo de mercados de deuda en moneda local más dinámicos al ganarse esas calificaciones progresivamente la credibilidad del mercado. La crisis económica y financiera internacional que estalló en 2008 no pudo impedir que el volumen de emisiones y negociación en la mayoría de mercados de deuda asiáticos prosiguiera su crecimiento, como pondremos de manifiesto al analizar el desarrollo de estos mercados a raíz de las crisis financieras de los años 90.

Pues bien, los aspectos anteriormente citados diferencian claramente la actividad de las finanzas de la de otros sectores. Veamos qué efectos tienen sobre la economía estas imperfecciones que dan lugar al racionamiento del crédito.

5.2. Efectos del racionamiento del crédito.

A todo lo anterior es necesario añadir que existe una franja de prestatarios insatisfechos, cuyo volumen varía atendiendo a la coyuntura económica y a la facilidad de préstamo por parte de las entidades financieras. En efecto, los bancos pueden influir en el volumen de inversión aumentando o reduciendo el de sus préstamos, sin que varíe necesariamente el tipo de interés, la curva de demanda de prestatarios o la cuantía de préstamos que se produzca fuera del sistema bancario. La existencia de esos prestatarios insatisfechos relaja el vínculo entre el tipo de interés vigente y la propensión a invertir de los empresarios a ese precio. Por tanto, los bancos tienen una cierta autonomía de crédito que depende de su criterio de selección de prestatarios.

El volumen de actividad crediticia que elija la banca depende, pues, de su estimación del riesgo, que está muy influida por el nivel competitivo en el cual desarrolla su negocio. Cuanto más intensa sea la competencia, mayor será el nivel de riesgo aceptado cuyas consecuencias solo serán visibles en el futuro. En España dicha competencia fue intensa en los últimos años antes de la crisis y la gestión del riesgo de crédito no



fue la adecuada en un importante segmento de nuestro sistema financiero. Merece la pena señalar dos aspectos que hacen más compleja la situación:

1. La existencia generalizada del seguro de depósito que relaja la vigilancia que puedan ejercer los prestamistas de los bancos, de forma que no tienen una preocupación excesiva por el nivel de riesgo que asuman los bancos como prestamistas.
2. Con independencia de la cobertura del seguro de depósitos, la importancia estratégica del sistema bancario es tal que ningún país permitiría la quiebra de entidades bancarias importantes, lo cual refuerza la laxitud de los financiadores.

Por todo ello, y en consecuencia, el volumen de crédito puede experimentar oscilaciones significativas en función de la información y de la confianza.

El punto de partida son las asimetrías de información en el mercado de crédito. En concreto, si la información de que disponen los acreedores acerca de los deudores es distinta (hecho común en las Pymes ausente en las grandes empresas), las pequeñas y medianas empresas deberán afrontar costes de financiación más elevados o, incluso la denegación del mismo. Las Pymes, a diferencia de las grandes empresas, no llevan a cabo emisiones de bonos frecuentes y de importes elevados, por lo que a los inversores no les compensa dedicar recursos a conocer y seguir su evolución financiera y valorar su riesgo. Aunque para el rango de Pymes de mayor dimensión y solvencia esto puede estar a punto de cambiar, dada la imposibilidad de obtener financiación por parte de estas empresas de las entidades de crédito a medio plazo.

Todo ello se traduce en que el riesgo que se corre al prestarles sea mayor, siendo, por tanto, también mayor el coste del crédito. La imposibilidad de llevar emisiones en el mercado de capitales por parte de las Pymes las obliga a financiarse o bien mediante crédito bancario o bien mediante fondos autogenerados. Los bonos y el crédito han sido pues, hasta ahora, malos sustitutivos en las empresas pequeñas.

Por lo tanto, y modo de recapitulación, los efectos macroeconómicos del racionamiento del crédito se resumen en que:

1. El coste del crédito es menor para las empresas menos endeudadas y mayor para las empresas con proyectos más arriesgados. Ambas pueden llegar a ser racionadas con facilidad.
2. Las Pymes deberán financiarse en mayor proporción con fondos propios (capital y fondos autogenerados), mientras que las empresas grandes seguirán teniendo acceso al mercado de capitales.
3. Las decisiones de inversión dependerán de la liquidez de las empresas especialmente de la posibilidad de financiarse con fondos propios.
4. Las empresas más endeudadas o con costes de financiación más altos deberán reducir su endeudamiento antes de llevar a cabo nuevas inversiones.
5. La inversión agregada será sensible a los beneficios o flujos de caja pasados.

A la vista de lo anterior, es probable que un shock negativo en el flujo de caja de las empresas o una revisión subjetiva de su nivel de riesgo esperado, acentúe un proceso de racionamiento del crédito bancario, que afectará desigualmente a diferentes inversores. Esto tendrá un efecto negativo sobre la actividad real, iniciando una recesión, donde la caída en la producción y en la inversión actuará a su vez como efecto propagador. Si además los precios son lo suficientemente flexibles, la situación podría agravarse pues una caída de precios por culpa de la recesión (deflación por sobreendeudamiento) derivaría en un aumento del valor real de la deuda de los inversores y, consiguientemente, en su riesgo de impago, lo que, a su vez, acentuaría los procesos de restricción de crédito por parte de los bancos.

El distinto tratamiento de empresas grandes y Pymes en el mercado de crédito sugiere que pueden darse equilibrios múltiples, con un mismo tipo de interés: uno, por ejemplo, con crecimiento bajo y fuerte restric-



ción financiera para las Pymes, que, por la caída en la producción, no crean fondos propios suficientes para salir de su situación, y otro, en el que se ubicarían las empresas grandes, con crecimiento alto y abundancia de fondos propios y de crédito.

El crédito comercial ha desempeñado, seguramente, un efecto amortiguador de los efectos perniciosos que el racionamiento del crédito bancario tiene sobre las empresas. El problema reside en que cuanto más tiempo se alarga la crisis más difícil es que existan proveedores lo suficientemente saneados con capacidad de financiar a sus clientes.

6. ¿Es posible una recuperación sin crédito (a creditless recovery)?

El factor determinante que dificulta la inversión y el crecimiento tras una crisis financiera es la caída en la oferta de crédito.

Un nivel de stock de crédito por debajo del nivel pre-crisis no impide el crecimiento económico, sin embargo la ausencia de recuperación en el flujo de crédito hace más difícil la recuperación económica. Aquellos sectores más dependientes de la financiación externa se recuperan más rápidamente cuando tienen lugar “recuperaciones sin crédito” en aquellos países con sistemas financieros más desarrollados gracias a que ello permite a la economía contar con mecanismos o instrumentos alternativos de financiación tales como el crédito comercial, la reasignación de recursos hacia sectores de actividad menos dependientes del crédito o el aprovechamiento de capacidad que no se utilizaba.

Existe evidencia empírica de que aquellas industrias más dependientes del crédito comercial frente al crédito bancario se recuperan antes debido a que son menos vulnerables a las perturbaciones prolongadas en el mercado de crédito. Este “efecto sustitución” es más fuerte durante las recuperaciones económicas sin crédito y otorga así apoyo a la opinión de que las recuperaciones económicas sin crédito son una respuesta a las interrupciones prolongadas en los mercados de crédito oficiales.

La caída del crédito se produce por los problemas de liquidez por los que atraviesan las entidades financieras que llevan a éstas a dejar de prestar hasta recomponer su balance. Si las empresas no disponen de alternativas de financiación internas o externas a la bancaria ello puede tener importantes y prolongados efectos reales sobre la economía. Es lo que se conoce como **bank lending channel**.

El lado de la demanda también actúa. La recesión merma la riqueza neta de las empresas al deteriorar el valor de sus activos (recesión por contracción de balances o **balance sheet channel**). El menor valor de los activos que sirven de garantía encarece la financiación y deprime la inversión aún más (“efecto acelerador”). La depreciación que sufre el colateral de la financiación reduce así la capacidad de endeudamiento y la riqueza neta de las empresas. Todo ello reduce la demanda de crédito. Es por ello que en el contexto actual de depreciación del valor de los activos inmobiliarios la falta de crédito no se debe sólo a las dificultades que atraviesan las entidades de crédito, sino también a la depreciación del valor de las garantías inmobiliarias en alrededor de un 25%. Incluso si España no sufriese una crisis bancaria el crédito no llegaría en la cantidad necesaria a las Pymes dada la depreciación de valor sufrida por su colateral.

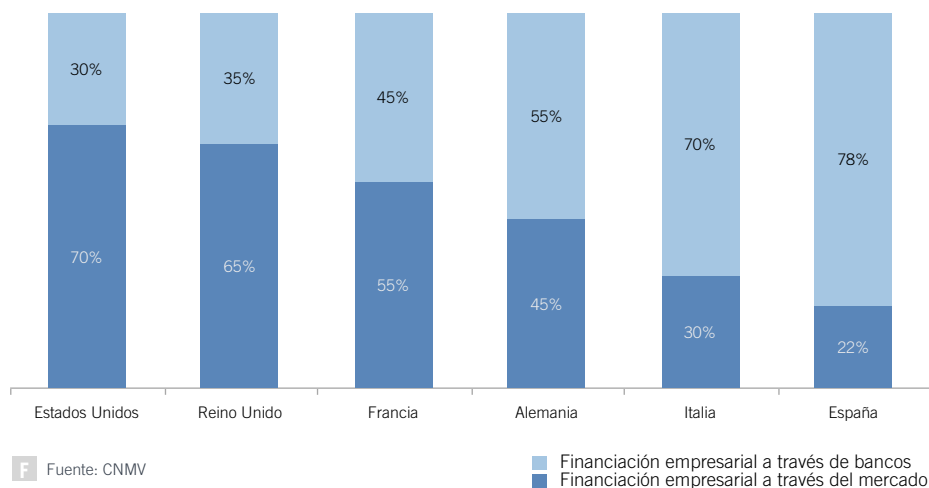
Por lo tanto, según la teoría económica las recuperaciones sin crédito o creditless recoveries aúnan:

1. Una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía lleva a una caída en el valor de mercado de las empresas, que, a su vez, restringe su capacidad para pedir prestado, especialmente si las empresas están altamente endeudadas.
2. Una contracción de la liquidez (*liquidity crunch*) provocada por una fuerte subida de tipos de interés desemboca en un colapso de la producción y del crédito, seguido de una recuperación de la producción conforme las empresas restauran sus deficiencias de liquidez vía recorte en inversión. Los problemas financieros surgen al poder las empresas sólo obtener financiación a corto plazo para financiar su circulante mientras que tienen que financiar su formación bruta de capital mediante beneficios no distribuidos.

En el caso de la economía española la situación se ve agravada por la ingente fuga de capitales que se está produciendo y que analizábamos en el capítulo anterior. Ello hace que los problemas de la economía española también sean de liquidez a corto plazo, toda vez que la liquidez inyectada por el Banco Central Europeo sirve para compensar la enorme fuga de capitales pero no para estimular la economía y para que el crédito pueda llegar a Pymes y autónomos.



Gráfico 18. Fuentes de financiación de las empresas.

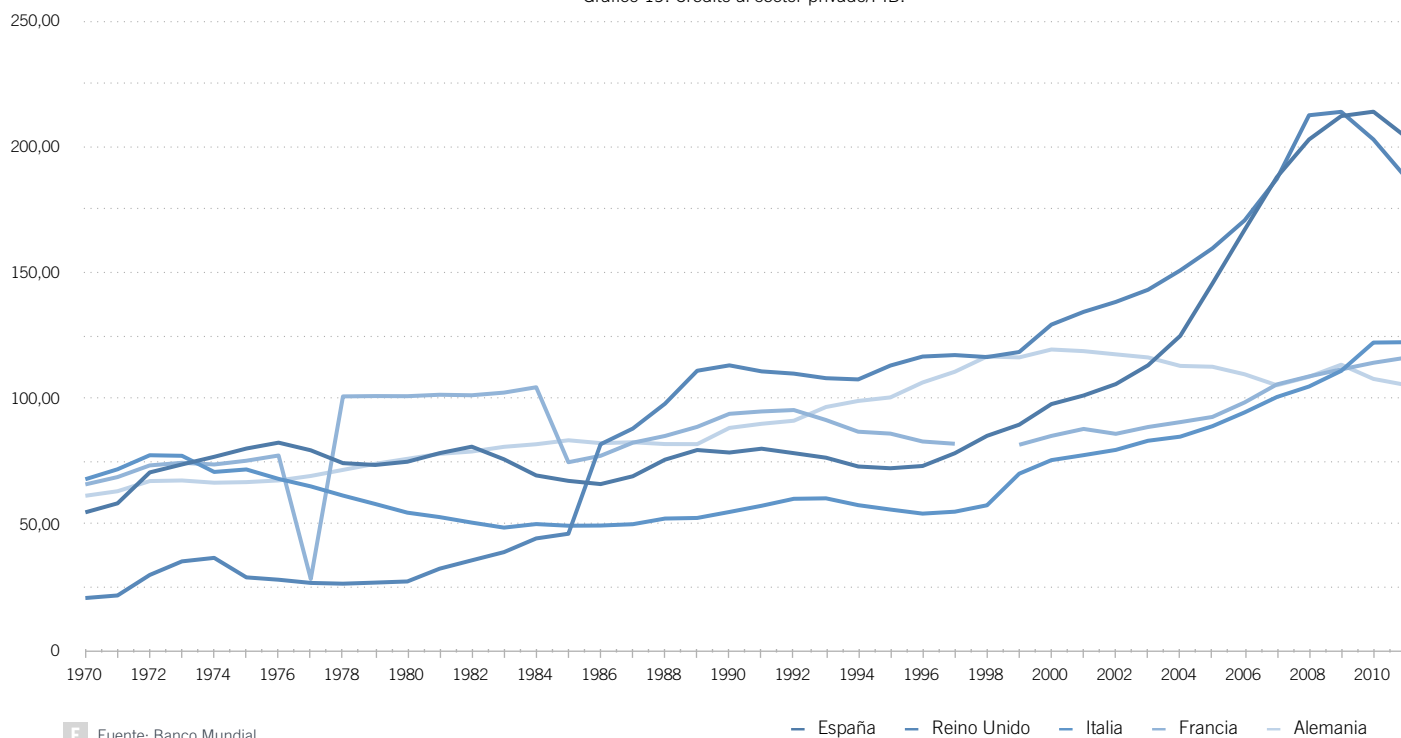


Entre las variables de interés sujetas a observación para poder explicar la mayor o menor capacidad de recuperación de la economía se encuentran:

1. Crecimiento del PIB real. Cuanto más haya caído el PIB y durante más tiempo, mayor es la probabilidad de tenga un lugar una recuperación sin crédito.
2. Ratio de crédito/PIB. Una ratio crédito/PIB del sector privado elevada es un indicador de un elevado endeudamiento e indica, por tanto, que el sector privado tiene que desapalancarse (especialmente en una economía en recesión). También puede ser un indicador de que una burbuja de crédito tuvo lugar recientemente (si la ratio aumentó fuertemente en los años previos a la crisis).
3. Crisis bancaria. Lleva bastante años salir de una crisis bancaria y lograr sanear totalmente los bancos y el sistema financiero en su conjunto de manera que éste vuelva a desempeñar su papel característico y clave para el buen funcionamiento de la economía: conceder crédito. Una recuperación sin crédito es mucho más probable después de una crisis bancaria.
4. Crisis cambiaria. Por razones similares a una crisis bancaria. Los inversores internacionales estarán menos interesados en invertir en países que han sufrido una crisis cambiaria recientemente dado el mayor riesgo. Esta causa subyace en muchas de las experiencias de recuperación sin crédito de economías emergentes al sufrir muy a menudo los efectos de un sistema financiero doméstico poco desarrollado al disponer de pocos depósitos. Así, las crisis cambiarias se asocian a parones repentinos en la llegada de capital del exterior que a su vez dan lugar a recuperaciones sin crédito.
5. Saldo por cuenta corriente (ratio sobre el PIB). Un elevado déficit por cuenta corriente muestra una elevada dependencia del capital exterior, sensible ante un empeoramiento severo del cuadro macroeconómico del país. Además, una amplio déficit por cuenta corriente puede ser indicativo de un boom de crédito insostenible. Por lo tanto, es de esperar que cuanto mayor sea el déficit por cuenta corriente nacional mayor sea la probabilidad de observar una recuperación sin crédito de la economía.
6. Crecimiento de la inversión. Las empresas reducen su demanda de inversión para restablecer su liquidez cuando la situación financiera empeora.
7. Tipos de interés, precio de los activos y ratio de deuda sobre PIB.
8. Deuda pública y déficit público. Unas cuentas públicas desequilibradas pueden derivar en una crisis de deuda soberana y afectar la capacidad de financiarse al sector privado, pudiendo de este modo impedir que el crédito nutra la recuperación de la demanda de crédito cuando está se concrete.
9. La evolución de fuentes alternativas de financiación, tales como la inversión extranjera directa o el crédito comercial, pueden también ser indicativos de una elevada probabilidad de afrontar una recuperación sin crédito bancario.

Como es sabido, el papel del crédito bancario ha sido clave, especialmente en los últimos años previos a la crisis para la financiación de particulares y empresas en España. La financiación del circulante, la demanda por razones de inversión así como componentes importantes de la demanda de consumo se nutrían sin problemas de la financiación bancaria. El gráfico 18 muestra la enorme dependencia de la financiación bancaria de las empresas españolas en relación a las principales economías europeas y a la economía de Estados Unidos.

Gráfico 19. Crédito al sector privado/PIB.



En una economía tan bancarizada, las interrupciones en la oferta de crédito suelen desembocar a corto plazo en severas contracciones del PIB. A medio plazo el grado de desarrollo del sector financiero (medido tradicionalmente por la ratio crédito/PIB) condiciona el crecimiento económico. Si bien es cierto que las recuperaciones económicas sin crédito no son la norma, tampoco son tan raras en la historia económica (la evidencia empírica señala que una de cada cinco recuperaciones económicas se realiza sin crédito). Eso sí, son recuperaciones mucho más lentas y arduas que las recuperaciones con fácil acceso al crédito.

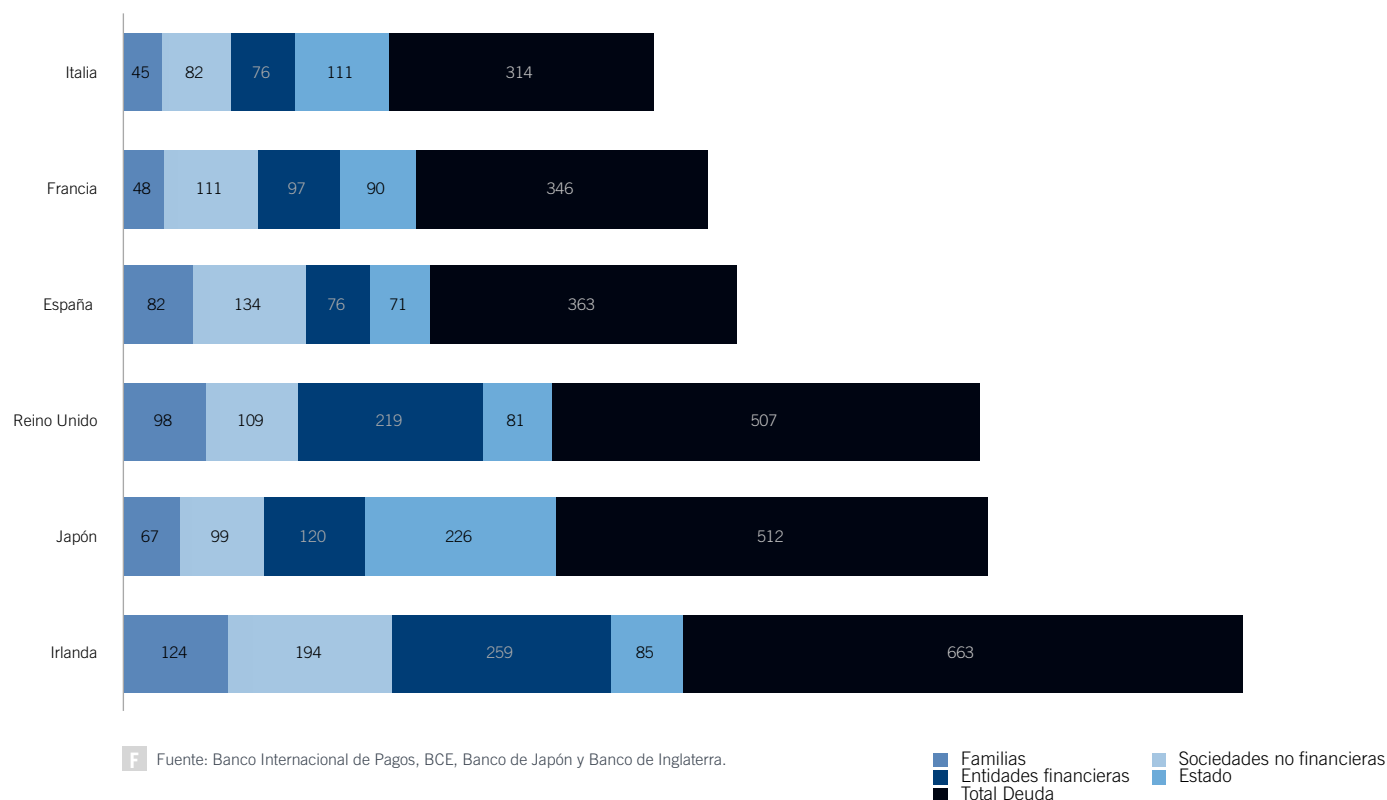
Una recuperación sin crédito puede deberse o bien a que el crédito no está disponible en la cantidad deseada por particulares y empresas, o bien a que no existe la demanda del mismo. El primer caso implica una clara ineficiencia en el funcionamiento del mercado de crédito. El segundo no.

Se define una recuperación sin crédito como un episodio donde el crecimiento del crédito real de una economía es cero o negativo durante los tres años siguientes a partir de que empieza la recuperación. Aunque existen excepciones de vigorosas recuperaciones en el crecimiento económico sin crédito, en la mayoría de casos la recuperación económica sin crédito ha sido mucho más difícil (el PIB crece de media un tercio menos que en una recuperación con crédito), siendo muy superior el tiempo necesario para que la economía vuelva a su crecimiento potencial. Puede incluso que el resultado de esta disfuncionalidad en el mercado de crédito sea el estancamiento económico.

La probabilidad de que una economía sufra una recuperación sin crédito se duplica si la recesión vino precedida de un auge de crédito y casi se triplica si el periodo de recesión precede a (o coincide con) una crisis bancaria. Si el auge de crédito y la crisis bancaria se dan a la vez, la recuperación que seguirá al periodo de recesión será con casi toda seguridad una recuperación sin crédito. La recesión que atraviesa la economía española siguió al boom de crédito para financiar la burbuja inmobiliaria y coincide con una crisis bancaria. La economía española parece por tanto una firme candidata a tener que afrontar una recuperación económica más lenta, larga y difícil (si no se facilitan alternativas de financiación) en la que la oferta de crédito por parte de las entidades financieras esté severamente restringida. El peso del crédito sobre el PIB se sitúa en 2011 aún ligeramente por encima del 200%, cifra superior incluso a la del Reino Unido y muy alejada de los niveles de endeudamiento del sector privado en economías tales como Italia, Francia o Alemania (gráfico 19).

Mucho más cuando, si se sigue la evidencia de lo sucedido en episodios similares en el pasado, se concluye que las recuperaciones económicas sin crédito vienen precedidas de un colapso de la inversión en construcción (con una caída media del 17%). En la medida en que el colapso de la inversión en construcción está relacionado con el estallido de una burbuja inmobiliaria se puede asociar con la destrucción de colateral a través de la pérdida de valor de los activos (con el incremento en los problemas de agencia que ello supone) proveniente de los fuertes ajustes de precios que el fin de la burbuja conlleva.

Gráfico 20. Participación en la deuda total nacional (Deuda/PIB). 2011.



La evidencia empírica sugiere que una crisis de deuda soberana o crisis monetarias no incrementan de manera significativa la probabilidad de que se produzca una recuperación sin crédito. Ello sugiere que los pobres resultados macroeconómicos durante este tipo de recuperaciones se deben sobre todo a los problemas de disfuncionalidad e ineficiencia en el mercado de crédito y su efecto sobre la inversión debido a las dificultades que encuentran las empresas para encontrar financiación.

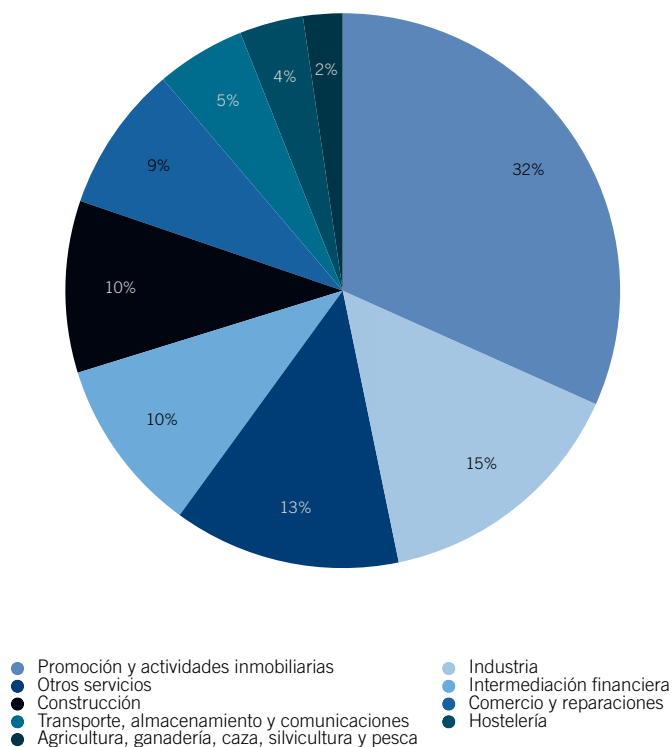
Conviene también poner en contexto el total de la deuda total nacional, que incluiría la deuda de las economías domésticas, las sociedades no financieras, las entidades financieras y el Estado, todas recogidas en el **gráfico 20**. Los datos son de 2011, por lo que es obvio que el peso, tanto de la deuda de las entidades financieras (tras demostrarse que sus necesidades de financiación son mayores) como del Estado (la deuda pública no cesa de aumentar, en parte para acudir en auxilio de los propios bancos, aplicándose una socialización de las pérdidas en toda regla), ha aumentado sobre el total del PIB. Dicho esto, queremos destacar el peso de la deuda de las sociedades no financieras españolas sobre el PIB, superior a cualquier economía del mundo excepto Irlanda (donde los datos están distorsionados por la presencia de multinacionales extranjeras), que evidencia lo endeudadas que están las empresas españolas. Éstas apenas han recorrido el largo camino de desapalancamiento dado que la refinanciación forma parte de los acuerdos habituales con los clientes dado que al banco le interesa mantener viva la compañía, no sólo para evitar pérdidas, sino porque los empleados de la empresa o sus proveedores también tienen hipotecas y créditos con el banco.

Estas refinanciaciones de empresas de dudosa viabilidad financiera o en quiebra técnica (zombis) tienen un efecto perverso en la economía, tal y como veremos al analizar lo sucedido en Japón, e impiden que el crédito llegue a las empresas y sectores innovadores y de futuro, esto es, dificulta las reestructuraciones de empresas así como la reasignación de recursos (capital y trabajo) hacia aquellas actividades donde son más productivos.

La evidencia empírica sugiere que una crisis de deuda soberana o crisis monetarias no incrementan de manera significativa la probabilidad de que se produzca una recuperación sin crédito. Ello sugiere que los pobres resultados macroeconómicos durante este tipo de recuperaciones se deben sobre todo a los problemas de disfuncionalidad e ineficiencia en el mercado de crédito y su efecto sobre la inversión debido a las dificultades que encuentran las empresas para encontrar financiación. Todo ello estaría en concordancia con el argumento de que el coste de la deuda española es más alto por el miedo de los inversores a la fractura de la zona euro y al pernicioso bucle deuda soberana y crisis bancaria.

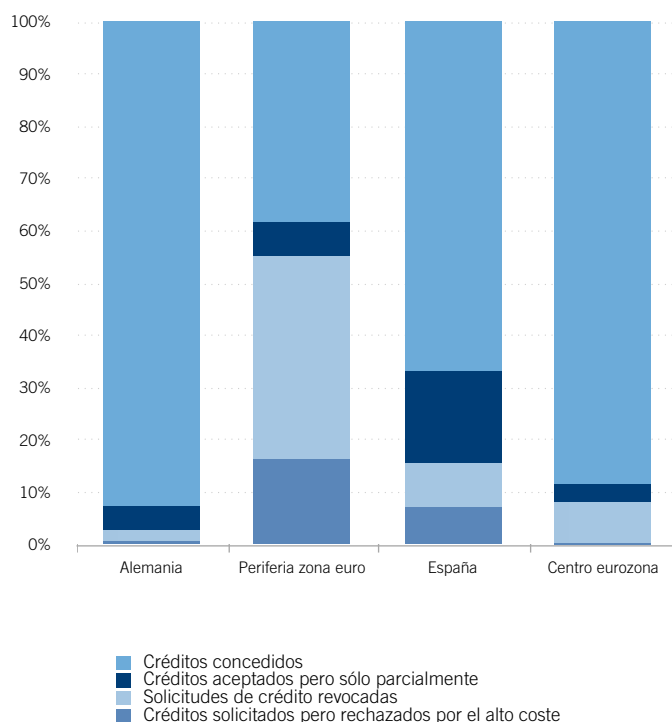
La falta de financiación dificulta a su vez la recuperación de la inversión. Se observa cómo la inversión (que depende más del crédito que el consumo) y el propio consumo contribuyen al crecimiento de manera mucho menos significativa en las recuperaciones sin crédito en relación con la contribución observada cuando PIB y crédito se recuperan a la vez. De hecho la recuperación del PIB en ausencia de crédito es un tercio inferior a las recuperaciones económicas en las que el funcionamiento del mercado de crédito es apropiado. La producción vuelve a su senda de

Gráfico 21. Saldo vivo de crédito a junio 2012 Desglose por sectores.



F Fuente: Banco de España.

Gráfico 22. Éxito de solicitudes de créditos bancarios en los últimos 6 meses para las PYMES.



F Fuente: Banco Central Europeo. Informe sobre el acceso a la financiación de las Pymes.

crecimiento tras tres años tras el final de la recesión en menos de la mitad de los casos, frente a que ello se cumple en el 66% de las recuperaciones con fluidez de crédito bancario. Ello refleja, en parte, que las recuperaciones sin crédito tienden a venir precedidas de profundas recesiones y es, en parte, también, el resultado de las diferencias de crecimiento, lo que es coherente con la teoría del acelerador financiero: una mayor destrucción de valor colateral asociado a una recesión más profunda se traducirá en una recuperación de la economía más lenta. Finalmente, si la economía en cuestión sufre una crisis bancaria (como es el caso de la economía española), la evidencia empírica apunta que el 80% de las recuperaciones han sido sin crédito y en dos tercios de los casos analizados la producción no había vuelto a su senda de crecimiento pasados tres años desde el inicio de la recesión.

Ahora bien, el impacto de la disfuncionalidad del mercado de crédito no afecta a todos los sectores de actividad por igual. Es de esperar que aquellos sectores de actividad que han mostrado una mayor dependencia de la financiación externa bancaria tarden mucho más en recuperarse que aquellos sectores que en los que el peso de la financiación interna o alternativa fue mayor antes de la desaceleración de la economía.

El gráfico 21 recoge la distribución sectorial del saldo vivo de crédito. La desproporción de financiación otorgada a promotores e inmobiliarias (32%) junto con la recibida por la construcción (10%) refleja la desproporción de la inversión realizada en edificación residencial a lo largo del boom, que desgraciadamente todavía no se pagado. Esa elevada concentración de recursos en promoción-construcción-inmobiliario, junto a su lento ajuste debido a las dificultades para devolver los créditos y la importancia que han adquirido las refinanciaciones, bloquea completamente al sistema financiero e impide que el crédito llegue a aquellas actividades o empresas más innovadoras y con mayor capacidad de crecimiento, lastimando con ello el crecimiento del conjunto de la economía.

El hecho de que así lo demuestre la evidencia sugiere además que, si la responsable de la recuperación sin crédito fuese la falta de demanda, los resultados por sectores no tenderían a diferir de manera sistemática.

Comentábamos anteriormente que una recuperación puede tener lugar sin crédito bien porque éste no está accesible (problema de oferta por problemas de liquidez de las entidades financieras) o bien porque no se necesita, no se demanda. El primer caso implica ineficiencia. El segundo no.

En el caso español el bajo grado de satisfacción de los empresarios con la oferta de crédito disponible queda recogido en el Informe de acceso a la financiación de las Pymes en la zona euro elaborado por el BCE. Según este informe, algo más del 30% de las peticiones de crédito de las Pymes españolas en los últimos 6 meses han sido rechazadas total o parcialmente, tal y como muestra el gráfico 22. Las peticiones rechazadas en Alemania están por debajo del 10%.

En esta misma línea, y según datos de Eurostat, las operaciones rechazadas en España pasaron de ser el 3% en 2007 a alcanzar el 13,2% en 2010. Ello permite comprender el rápido deterioro en el acceso al crédito experimentado por las Pymes españolas. Sólo presentaban porcentajes de rechazo superiores en 2010 en la eurozona según esta encuesta Irlanda y Holanda.

Pues bien, el hecho de que las recuperaciones sin crédito dan como resultado un equilibrio sub-óptimo asociado a un proceso de intermediación financiera seriamente dañado permite afrontar la manifiestamente reducida oferta de crédito mediante la promoción desde las instituciones de una nueva infraestructura financiera más profunda, diversificada e inclusiva. Dicho de otra forma, ahondar en la necesidad de reducir la dependencia financiera de las Pymes respecto de la financiación bancaria mientras se impulsa la capacidad de estas de financiarse directamente a través del mercado. De provenir la ausencia de crédito del lado de la demanda, por falta de interés ante las malas expectativas de nuestra economía, habría mucho menos margen para resolver el problema más allá de las típicas medidas macroeconómicas anticíclicas que tradicionalmente se adoptan.

De entre los numerosos ejemplos de crisis financieras relativamente recientes que han causado disfuncionalidad del sistema financiero repa-

saremos las crisis de Japón y del sudeste asiático que tuvieron lugar durante la década de los años 90. Para la comprensión de las mismas así como para encontrar similitudes y hacer un buen diagnóstico de la situación actual de la economía española conviene tener en cuenta que:

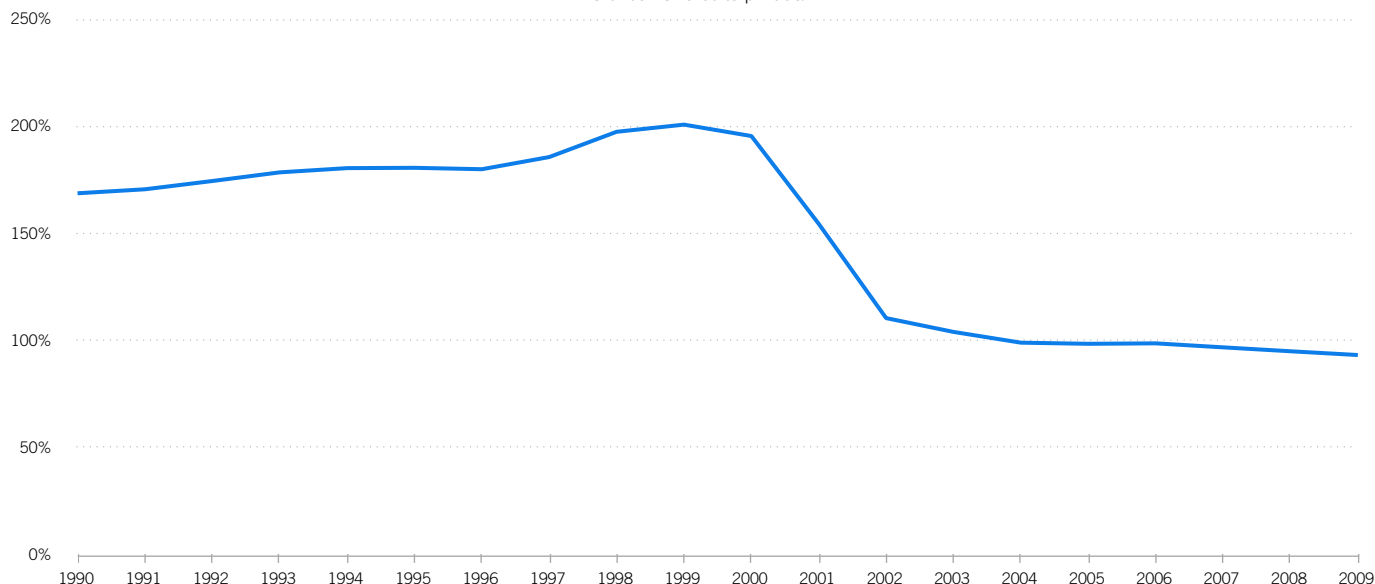
- El sistema financiero existe para acumular y evaluar información sobre las oportunidades de inversión de manera que el ahorro se asigne de manera óptima hacia los mejores proyectos de inversión. Por lo tanto, la misión del sistema financiero de un país es evaluar, controlar y valorar los riesgos. Dicha tarea no es sencilla, dado que la información con que cuenta para cumplir con su misión no es perfecta, esto es, ni está siempre disponible ni es siempre creíble y objetiva, ni es gratuita. La información es asimétrica, lo que significa que el prestatario dispone siempre de mejor conocimiento de la operación o proyecto de inversión propuesto que el prestamista. Esta asimetría, veíamos anteriormente que causa dos problemas en los mercados de crédito: la selección adversa y el riesgo moral. Para lidiar con estos problemas (que no para eliminarlos por completo), la mayoría de las transacciones financieras se llevan a cabo a través de los intermediarios financieros en forma de créditos bancarios ya que sólo esos préstamos permiten a los prestamistas tomar colateral en forma de garantías, mantener una relación continua con el prestatario y controlar su grado de cumplimiento, amenazando con cerrarle la financiación si no cumple. Otra razón que explica el predominio del crédito a través de intermediarios financieros es la incapacidad de las empresas (excepto de las empresas grandes muy consolidadas) de emitir deuda directamente en los mercados.
- Una crisis financiera tiene lugar cuando se produce una disfunción en la provisión de estos servicios de intermediación antes referidos en una economía, ya sea porque un número significativo de intermediarios atraviesan por dificultades ya sea porque las condiciones económicas han llevado a un incremento tal en los problemas de selección adversa y de riesgo moral que la concesión de crédito para proyectos de inversión rentables se reduce significativamente. Una crisis financiera afecta al estado de salud de la economía precisamente porque no existen (o están poco desarrollados) sustitutos para estos servicios de intermediación financiera, ni para la empresa prestataria a la que la entidad financiera le deniega la renovación del crédito y a la que conoce perfectamente, ni para la inmensa mayoría de sociedades no financieras que, en general, no pueden acudir directamente a los mercados a financiarse. En este sentido, uno de los motivos tradicionalmente aludidos para explicar el “crash” del 29 en Estados Unidos que dio origen a la Gran Depresión es precisamente la amplitud de la pérdida en los servicios de intermediación financiera que se produjo como consecuencia del cierre generalizado de entidades financieras. Las Pymes son las que más sufren esa pérdida de servicios dado que su liquidez depende de la información que ellas le suministran al banco a cambio de financiación. Al ser las Pymes fuente de innovación y crecimiento, esta ineficiencia es mucho más destructiva que el simple valor agregado de las empresas que se pierden.
- A nivel agregado, una contracción del crédito bancario reduce tanto la demanda agregada como la oferta agregada. Sorprende, como veremos, la similitud en muchos aspectos entre lo que está sucediendo en la crisis financiera y bancaria española con lo sucedido primero en Japón y luego en las principales economías del sudeste asiático. En el caso de la oferta, la menor inversión lleva a disponer de una menor capacidad productiva. En el caso de la demanda la caída vendrá ocasionada por el encarecimiento de la financiación que sufrirán las empresas, debido a que, o bien deberán competir por los pocos recursos accesibles ofertados por un menor número de entidades inmersas además en procesos de equilibrar sus propios balances o bien

En este sentido, uno de los motivos tradicionalmente aludidos para explicar el “crash” del 29 en Estados Unidos que dio origen a la Gran Depresión es precisamente la amplitud de la pérdida en los servicios de intermediación financiera que se produjo como consecuencia del cierre generalizado de entidades financieras.

deberán buscar fuentes alternativas de financiación que no se ajustan fácilmente a sus necesidades. Mientras tanto, la disminución en el crédito se perpetúa; cada préstamo que no es refinanciado daña a una empresa, cuyo apalancamiento aumenta mientras su colateral cae conforme siga la recesión.

- Una vez que estos servicios de intermediación desaparecen, no hay ninguna política que pueda sustituirlos rápidamente. La inyección de liquidez por parte del banco central, aunque se marca como objetivo mantener el volumen de crédito en la economía, se ha mostrado insuficiente en ésta y en crisis anteriores para restaurar la eficiencia y el crecimiento económico. El conocimiento, la información, la especialización, la experiencia adquirida de todas aquellas entidades financieras desaparecidas se pierde y los nuevos intermediarios financieros que salen a escena fruto de fusiones por unión o absorción tardan tiempo en reorganizarse. Es precisamente por ello que los programas de financiación a pyme dirigidos desde el gobierno a través del organismos o empresas públicas (en el caso español el ICO, ENISA...), o a través de una “banca pública” son sólo paliativos, en el mejor de los casos. El conocimiento específico sobre la intermediación financiera es muy inferior en estas entidades apoyadas desde el gobierno frente a la empresa privada. Además, las entidades públicas de préstamo tienen menos incentivos a controlar y seguir de manera adecuada el riesgo, dado que su principal motivación es maximizar el volumen de crédito que llega a las Pymes y no maximizar el beneficio como un banco tradicional. Ello, como veremos al analizar la segunda fase de la crisis económica en Japón, engendra riesgos por parte de los prestatarios más allá de un nivel óptimo, dada la relajación en los estándares de concesión de crédito. Además, las refinanciaciones, cuando mantienen con vida empresas en quiebra (zombis), impiden a la economía recuperar la senda de crecimiento y lastran el desarrollo y la productividad de las empresas solventes y con verdadera capacidad de servir de locomotora del tejido empresarial nacional. Estas refinanciaciones a empresas de dudosa viabilidad financiera fue la razón principal del estancamiento japonés, razón principal por la que nos interesa analizar el episodio financiero nipón.
- La pérdida de la intermediación financiera, y consecuente racionamiento del crédito, puede producirse por varios motivos:
  1. Por un aumento en la regulación, que se vuelva más exigente con la ratio de capital o con el nivel de provisiones que deben mantener las entidades financieras. En España las entidades de crédito se ven afectadas tanto por la regulación internacional en el marco de Basilea III como por la regulación proveniente del Banco de España relativa a los porcentajes a provisionar en función de la naturaleza del activo.
  2. Por lo que se denomina “capital crunch” o ruptura del capital del banco, esto es, una disminución en el valor de sus recursos propios. Una caída del valor de las acciones en bolsa del banco puede ser el responsable, por ejemplo, aunque existen otras vías como por ejemplo una depreciación de sus activos. En el episodio japonés, los bancos poseían acciones de sociedades no financieras cuya caída en sus acciones o en el valor de su capital también indujo una caída en el capital de las entidades financieras.
  3. Por la caída de los fondos prestables en manos de los bancos, esto es, por la caída de los depósitos. Esta es la vía más peligrosa por la que se puede ver afectada la acción intermediadora financiera, la razón subyacente más alarmante que explique la restricción de crédito. Si se da esta situación los bancos tienen que recomponer sus reservas y cortar el crédito de manera inmediata, lo que conlleva un encarecimiento del

Gráfico 23. Crédito privado/PIB.



F Fuente: Banco Central de Japón.

crédito debido a la falta de liquidez en el sistema. De hecho, la tendencia de salida de dinero del sistema bancario se denomina desintermediación, pues priva a los intermediarios financieros de los fondos que ellos necesitan para trabajar. En su forma más dañina, la desintermediación se convierte en un pánico bancario. Ello nunca sucedió en Japón. Si tuvo lugar en la crisis del sudeste asiático, como veremos a continuación, en la crisis argentina y en la actual crisis por la que atraviesa nuestro país, si bien en nuestro caso el miedo de los inversores reside en la posibilidad de ruptura de la moneda única y la vuelta a la peseta. En cualquier caso el Banco Central Europeo está desempeñando el papel de prestamista de última instancia y salvando así, de momento, a la economía española de un colapso inmediato. Conviene no olvidar e insistir en la novedad histórica que representa la moneda única, en un escenario de crisis económica profunda sin los pilares institucionales adecuados para afrontar con garantías este tipo de situaciones, a medio camino entre la cesión total de soberanía y la cesión parcial de la misma.

7. Las crisis financieras de Japón y el sudeste asiático en la década de los años 90.

7.1. La década perdida de Japón.

La apreciación del yen acordada tras los acuerdos del Hotel Plaza en 1985 entre los países miembros del G-5 llevó al banco central japonés a reducir los tipos de interés para impulsar la inversión interna. Pero ello no sirvió para el objetivo buscado (mejorar la competitividad pérdida aumentando la productividad del tejido empresarial), sino que esos créditos y ahorros se destinaron a comprar viviendas, cuyos precios subieron muy rápidamente así como a comprar activos financieros, impulsando una fuerte subida de la bolsa. Conforme más subían los precios más agentes estaban interesados en comprar endeudándose gracias a los bajos tipos de interés hasta que las subidas especulativas llegaron a su fin y ambas burbujas estallaron, dejando un legado de morosidad y quiebras en el sistema financiero japonés que tardó 13 años en volver a la normalidad.

Así, la combinación de un fuerte deterioro de la calidad crediticia y de una pérdida sustancial del valor de las acciones de los bancos, resultado de la dramática caída de la bolsa japonesa tras el estallido de la burbuja inmobiliaria en 1990, erosionaron fuertemente el capital de las entida-

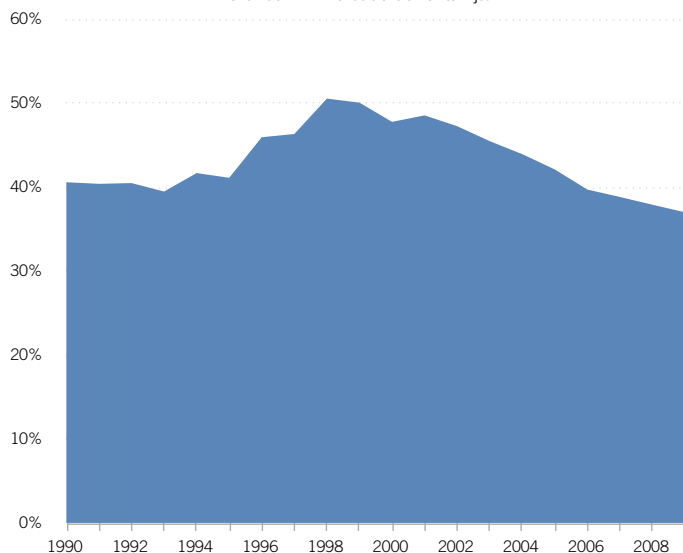
des financieras japonesas a lo largo de la década de los años 90. Ello, junto con la mayor regulación exigida a los bancos, incapaces de aumentar su capital, llevaron a las entidades a reducir el volumen de crédito concedido para cumplir con las exigencias mínimas de capital, especialmente a partir de 1996. Finalmente, la contracción de crédito tuvo como efecto el incremento de los concursos de acreedores de sociedades no financieras, elevando la mora bancaria, lo que, a su vez, volvía a elevar las necesidades de capital de las entidades.

Así, la economía japonesa se vio inmersa en un círculo vicioso, que se vio incluso aún más perjudicado por los préstamos fallidos provenientes de otros países de Asia tras el estallido en 1997 de la crisis del sudeste asiático. El credit crunch que tuvo lugar obstruyó las vías tradicionales de acceso al crédito, neutralizando todos los esfuerzos realizados desde el Banco Central de Japón por normalizar el flujo de crédito a través de la política monetaria. No obstante, como veremos a continuación, la disfuncionalidad en el funcionamiento del mercado crediticio en Japón tardó en corregirse, entre otras razones porque aquellas entidades peor capitalizadas tendieron a aumentar el crédito más rápidamente que aquellas más prudentes, sólidas y mejor capitalizadas. 1997 fue un año de inflexión debido a la quiebra de varias entidades muy importantes así como por el incremento de la presión regulatoria sobre las entidades que sobrevivieron.

La evolución del crédito bancario con respecto al PIB, recogida en el gráfico 23, muestra como la ratio crédito privado/PIB en Japón se estabilizó coincidiendo con la crisis financiera de 1997 para comenzar, a partir de 1999, una vertiginosa caída, que, aunque de manera más moderada, aún no había remitido totalmente 19 años después. Basta con ver la ratio en todo el periodo y su valor en 1990 y en 2009 para comprender los enormes problemas financieros que han padecido las entidades de crédito japonesas durante los últimos 20 años.

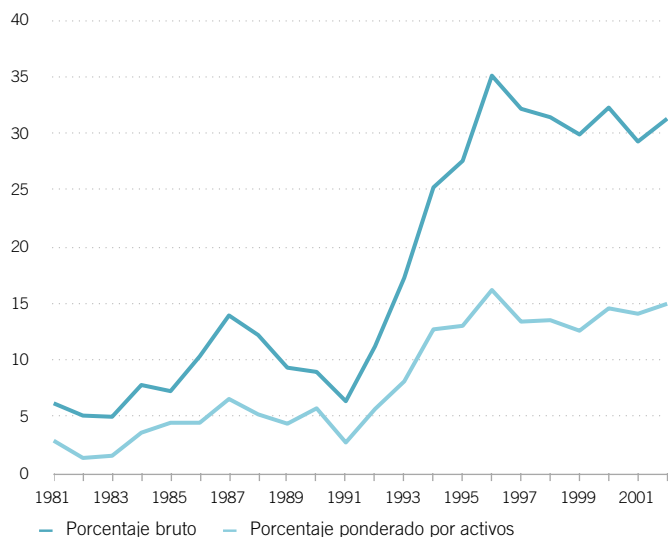
En el caso de Japón, además, distintos indicadores muestran la pérdida de confianza de los ahorradores japoneses en sus intermediarios financieros, concretamente en los bancos. Así, el crecimiento de la M1 se ralentizó de manera significativa desde 1996, y un porcentaje cada vez mayor se mantuvo en efectivo, indicativo de que, en el mejor de los casos, los depósitos bancarios se congelaron mientras que el ahorro crecía. Dichos ahorros se dirigieron en un primer momento hacia fondos de seguros y hacia el sistema de ahorros postal, lo que también contraía el crédito y encarecía su coste, dado que ninguno podía desempeñar la función de intermediación financiera concediendo crédito a aquellas empresas que anteriormente lo obtenían de los bancos. Aunque la crisis financiera nunca se completó con un pánico financiero o una alarmante

Gráfico 24. Mercado de renta fija/PIB



F Fuente: Japan Securities Dealers Association.

Gráfico 25. Porcentajes de empresas obtuvieron financiación de manera privilegiada en Japón (zombie lending).



F Fuente: Banco de Japón.

reducción de los servicios bancarios, la capacidad de conceder crédito así como la eficiencia de la intermediación financiera en Japón se vio seriamente reducida desde la mitad de 1997 hasta 2003. 1997 fue el punto de inflexión, cuando la gravedad de la crisis bancaria japonesa apareció en toda su crudeza (recordemos que la burbuja explotó en 1990). Fue el único año en que existió verdadera contracción del crédito y varios de los más importantes bancos nacionales quebraron.

Desde el estallido de la burbuja hasta la mitad de 1997, la realidad fue que el crédito era accesible (atendiendo a los estándares históricos sobre esta medida) para aquellas empresas que lo solicitaban. Hasta 1997, el declive de la inversión se explicaba fundamentalmente por ausencia de demanda debido al exceso de capacidad y la caída en la riqueza neta del tejido empresarial japonés producto de la recesión y de la sobrevaloración de activos precedente. La falta de disponibilidad de crédito a partir de 1997, que venía recogiendo regularmente el informe Tankan japonés, se debe interpretar como un racionamiento del crédito debido a factores de oferta (disfuncionalidad del sistema crediticio japonés) y ya no tanto como un problema de caída de la demanda de crédito.

Entre las alternativas de financiación se encuentran las emisiones de bonos corporativos y de pagarés de empresa. Las sociedades no financieras japonesas no acudieron al mercado en búsqueda de financiación hasta bien entrado 1997. Entre 1990 y 1997 se observa una gran estabilidad en ambos mercados, lo que puede ser indicativo de la falta de disponibilidad de alternativas a la financiación bancaria durante los primeros años de la crisis (las emisiones de pagarés estuvieron durante toda la década de los 90 en niveles elevados con respecto a la década anterior pero ya habían comenzado a crecer dos o tres años antes del estallido de la burbuja inmobiliaria). Todo ello cambiaría a partir de 1997, cuando ambos mercados comenzaron un protagonismo nunca visto, especialmente en el segmento de las Pymes.

Como posteriormente describiremos, y tal como recoge el **gráfico 24** el mercado de renta fija corporativa vivió un fuerte crecimiento a partir de 1995, alcanzando niveles históricamente elevados hasta el año 2003, momento a partir del cual las entidades de crédito comenzaban a recuperarse ligeramente, lo que permitió que el crédito, aunque de forma muy débil, también mostrara síntomas de recuperación.

Así, 1997 fue un año clave en la crisis financiera japonesa. Por un lado, los estímulos fiscales de 1996 tocaron a su fin, contribuyendo negativamente sobre el crecimiento nipón de 1997. Ello tuvo su impacto en las empresas. Los concursos de acreedores empezaron a crecer por encima de la media histórica, algo que hasta esa fecha, y a pesar de la importante crisis económica que vivía Japón, no había sucedido. Por otro lado, el principal problema de la economía japonesa pasó de ser el legado inmobiliario en forma de mora bancaria de este sector a provenir de los concursos de acreedores del segmento Pymes, como resultado de haber sido muchas de ellas mantenidas artificialmente (empresas zombies) por parte de los bancos y otras instituciones semipúblicas creadas precisamente para que la financiación al tejido empresarial japonés no sufriera la congelación del crédito como resultado de las dificultades de las entidades financieras japonesas. El **gráfico 25** muestra como la financiación privilegiada comienza a llegar a un porcentaje cada vez mayor de empresas a partir de 1991. Hasta un 35% del tejido empresarial japonés se vio favorecido por este sistema de financiación privilegiada. Y este es uno de los principales retos a los que se enfrenta la economía española: evitar que las refinanciaciones de empresas a fin de evitar pérdidas (la refinanciación, a diferencia de la declaración de insolvencia de la compañía, no eleva la morosidad bancaria) lastren el crecimiento de la economía española. Precisamente por ello, es una necesidad urgente habilitar fuentes de financiación alternativas para las empresas viables a través del mercado de emisiones de deuda corporativa.

Por último, y un nuevo indicador del credit crunch vivido por Japón en 1997 fue precisamente la diferencia en la posición financiera entre las grandes empresas y las Pymes japonesas, una diferencia cada vez más amplia. En efecto, mientras que la ratio de liquidez (medida como efec-

Gráfico 26. Peso capitalización mercado bursátil y peso capitalización mercado deuda pública sobre el PIB. Japón.

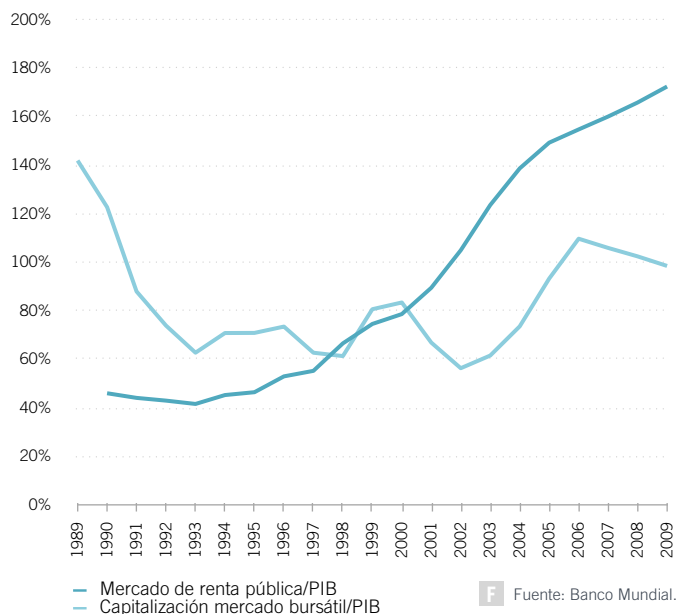
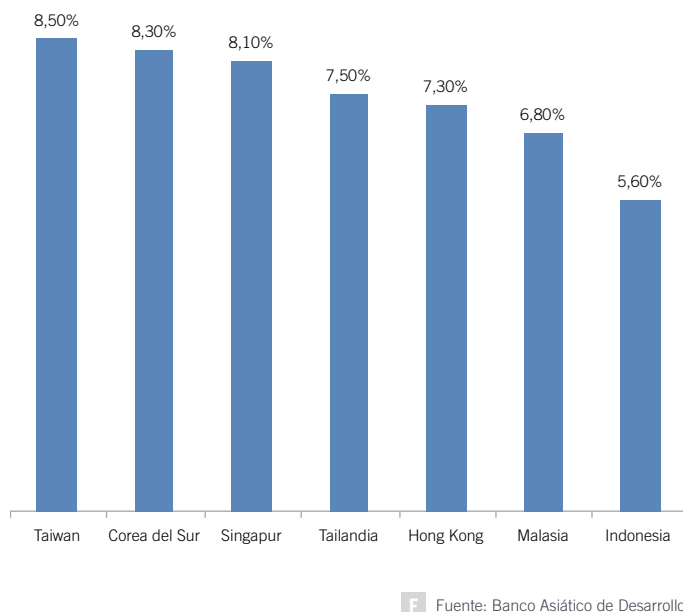


Gráfico 27. PIB. Tasa de crecimiento medio entre 1960 y 1994.



tivo + depósitos + títulos valores entre ventas) de las Pymes estuvo aumentando hasta la mitad de 1994 (lo que encaja perfectamente con una caída de la inversión) y alcanzando una ratio próxima al 2%, ésta cae con fuerza a partir de esa fecha hasta situarse en una ratio en torno a 1,75%. El comportamiento de los concursos de acreedores, sorprendente bajo hasta la mitad de 1996, confirma el transito que se produce en 1997, pasándose de la fragilidad financiera a una severa contracción de crédito. El incremento en los procedimientos formales de insolvencia sirve para mostrar el agotamiento en la financiación privilegiada hacia muchas empresas que caracterizaba el comportamiento del sistema bancario intentando ayudar a las empresas con problemas de liquidez con objeto de evitar su insolvencia.

En resumen, la naturaleza del problema financiero de Japón había cambiado hacia 1997. Si desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 1990 el problema había sido un sistema financiero frágil, con bancos inmersos en préstamos arriesgados y muy malas expectativas de crecimiento que hundieron la demanda de inversión, esta cambio hacia una economía en la que se contraía el crédito, donde los bancos dejaban de prestar en respuesta al menor valor de sus activos y a las mayores exigencias regulatorias y donde existía una menor disponibilidad de fondos prestables debido a la caída en el volumen de depósitos. Todo ello tuvo como efecto el aumento de las ineficiencias en la asignación de los recursos, penalizando sobre todo a las Pymes, y una caída del PIB donde el principal responsable había que buscarlo en un sistema financiero con graves dificultades aún sin resolver más que en la caída de la demanda agregada o en aspectos de tipo fiscal. La política monetaria se mostró totalmente incapaz de lograr tener efectos expansivos, toda vez que los problemas de capital de los bancos impidieron que éstos respondieran aumentando el crédito a las empresas, como hubiese sido lógico en un entorno caracterizado por bajos tipos de interés

Una de las principales causas de la “década perdida” de Japón fue la ineficiencia de su sistema crediticio y la tardanza en reconocer la realidad y el retraso en sacar a la luz las verdaderas pérdidas escondidas en los balances así como de valorar correctamente los activos. Tal y como muestra el gráfico 26, la ratio de capitalización del mercado bursátil con respecto al PIB nunca volvió a ser la alcanzada en 1989 y la proporción de la capitalización del mercado de deuda pública no ha cesado de crecer desde 1993. No obstante, como veremos al analizar los mercados de deuda corporativa en Asia, este mercado, en el caso de Japón, junto con otras reformas del sistema financiero, incluidas medidas que sirvieron para dotar de liquidez a corto plazo a las empresas, en aras a reforzar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, sirvieron para impulsar la recuperación de la economía japonesa a partir del año 2003.

7.2. La crisis financiera del Sudeste asiático.

La libre flotación del bath tailandés desencadenó una crisis financiera que pronto se extendió a otros países de la zona siendo Indonesia, Malasia, Corea del Sur y Filipinas los más afectados, aunque también sufrieron ataques especulativos de importancia Singapur, Taiwan y Hong Kong.

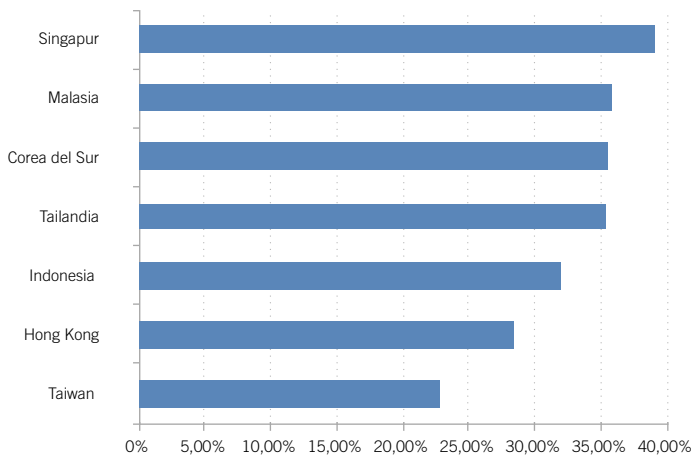
Se trataba de economías de economías emergentes que habían logrado crecer ininterrumpidamente y a tasas muy elevadas desde los años 60, tal y como muestra el gráfico 27, a partir de una estrategia basada en altas de tasas de ahorro, mayores tasas de inversión y una industria volcada hacia el exterior que incrementaba su volumen de exportaciones año tras año.

Estas economías lograban su estabilidad cambiaria fijando su moneda respecto al dólar, sistema cambiario de tipo fijo que jugó un papel determinante en los ataques especulativos hacia las monedas de estas economías.

Sobre lo sucedido, caídas abruptas del PIB y del crédito, fuga de capitales, graves problemas de liquidez y profundo desorden en el sistema financiero, con quiebra de algunas de las principales entidades de crédito de estos países, existen, en términos generales, dos grupos de explicaciones:

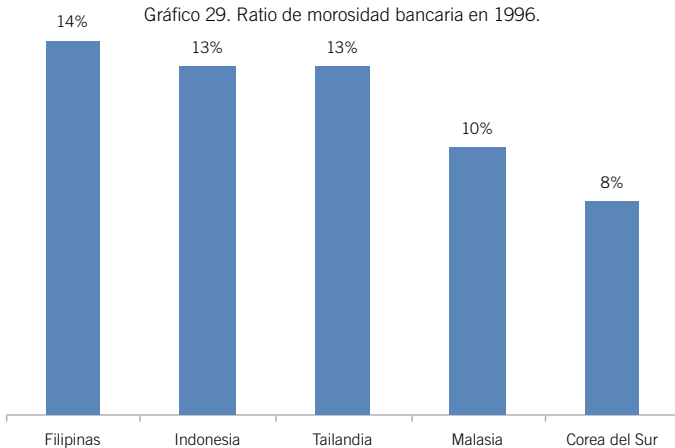
1. Aquellas que ponen el acento sobre el mal funcionamiento de los mercados financieros internacionales y que aluden al “pánico financiero” como explicación subyacente que convirtió rápidamente las expectativas favorables que habían existido durante décadas sobre estas economías en expectativas pesimistas. El mal funcionamiento de los mercados financieros internacionales debido a los problemas de información imperfecta derivados de la liberalización y desregulación explicarían el sobrecrédito primero y el pánico y la retirada masiva después, explicación que sirve igualmente para explicar el descalabro financiero ocurrido recientemente en 2008 y que dio lugar a la Gran Recesión.
2. Aquellas que miran hacia estas economías en crisis para destacar la especial estructura de opacidad y falta de mecanismos de competencia de los mercados financieros domésticos, insistiendo en las deficiencias del capitalismo asiático de la época (crony capitalism o capitalismo de compinche), y que destacan que las deficiencias de “información” provenían del lado de los prestatarios más que de los prestamistas. También añaden debilidades importantes en los fundamentos macroeconómicos y microeconómicos, de manera que los ataques especulativos no se produjeron por casualidad, aunque las consecuencias negativas para las economías reales que de ellos se derivaron excedieron lo que estaría justificado por dicha debilidad.

Gráfico 28. Inversión media como una parte del PIB entre 1981 y 1996.



F Fuente: Banco Asiático de Desarrollo.

Gráfico 29. Ratio de morosidad bancaria en 1996.



F Fuente: Banco Asiático de Desarrollo.

Ahora bien, fuese por un mal funcionamiento de los mercados fuese por un exceso de intervención en la economía a través de relaciones políticas poco transparentes, la crisis obedeció a causas concretas: caída de la productividad, ausencia de una demanda solvente y crisis de liquidez ante la masiva salida de capital y las dificultades por las que atravesaban las entidades de crédito.

En efecto, el “milagro de crecimiento de los tigres asiáticos” se basó en un modelo de crecimiento acumulador de capital y en la creación de plataformas de exportación. El punto de saturación llegó cuando gran parte de ese capital se derivó hacia actividades más especulativas (inversiones inmobiliarias) y menos productivas que desembocó en una caída de la eficiencia marginal de las inversiones. A ello hay que añadir que las estrategias del sector industrial (los grandes conglomerados financieros, especialmente coreanos) infravaloraban los costes y el riesgo de los proyectos de inversión que llevaban a cabo, pues el sector de los negocios, gracias a conexiones personales y favoritismos políticos, operaba bajo la impresión de que las rentabilidades de las inversiones estaban aseguradas contra viento y marea.

Entre 1960 y 1980 la ratio de inversión/PIB se duplicó en Malasia, se triplicó en Corea del Sur y se cuadruplicó en Singapur, de tal forma que la mayor parte de los países del sudeste asiático, con la única excepción de Filipinas y Taiwan, presentaban ratios de inversión desde inicios de los años 80 situados en torno al 35% del PIB (España llegó a alcanzar una ratio del 30% en 2007, algo inédito, por elevada, si tomamos como referencia la media de los países europeos), tal y como muestra el **gráfico 28**.

El problema en los países asiáticos llegó, tal y como sucede en España en la actualidad (veremos, al llevar a cabo un análisis financiero en profundidad de una muestra significativa de empresas españolas, el deterioro que ha tenido lugar en la rentabilidad de las mismas), cuando esas altas tasas de inversión dejaron de tener correspondencia en las tasas de retorno de dicho capital, esto es, en la rentabilidad obtenida por las empresas. En efecto, la eficiencia marginal de las inversiones caía de manera que las altas tasas de crecimiento de la inversión superaban holgadamente las tasas de crecimiento del producto, debido a los crecimientos modestos de productividad que eran capaces de generar y que llevaban a descensos en las rentabilidades en las nuevas inversiones.

Era la propia estructura de la demanda la que probablemente hacía insostenible a largo plazo la financiación de la inversión. No se trataba de que el consumo público o privado fueran excesivos ni tampoco de que la inversión fuese insuficiente, el problema residía en las que las altísimas tasas de inversión de estos países fueron financiadas con excesivo riesgo, escasa autofinanciación y abundante financiación ajena, preferentemente a corto plazo y con alto porcentaje de financiación proveniente del exterior y en moneda extranjera, por lo que los costes financieros empezaron a estar por encima del margen de rentabilidad. Al mismo tiempo, la gran austeridad de las economías domésticas tenía que producir el efecto de disminuir la financiación propia de la empresa, puesto que cuanto menor es el consumo más complicado es alcanzar márgenes de rentabilidad y más necesaria se vuelve la financiación ajena. Los excesivos riesgos propiciados desde el sistema financiero desembocaron, cuando estalló la crisis, en elevadas tasas de mora bancaria, tal y como recoge el **gráfico 29**.

Si bien es cierto que lo argumentado sobre el deterioro paulatino de la eficiencia marginal de la inversión y la defectuosa estructura de financiación de la inversión entra en contradicción con el hecho de que los capitales seguían llegando a estos países sin que subiera la prima de riesgo, ello permite también explicar la falta de liquidez a posteriori, toda vez que el exceso de liquidez inicial lleva implícito el germen de la falta de liquidez posterior.

El exceso de fondos prestables en el mercado internacional permitió a las economías de Asia comprometerse en un volumen ingente de deuda

internacional que finalmente las colocó en una posición de iliquidez internacional y fragilidad de su sistema financiero. El crecimiento medio del crédito entre 1990 y 1996 viene recogido en el **gráfico 30**.

Políticas monetarias expansivas de los principales bancos centrales mundiales, bajos tipos de interés, la apreciación del dólar y el exceso de ahorro japonés fueron corresponsables de la masiva llegada de capital al sudeste asiático. El excedente de ahorro japonés se estaba canalizando en parte hacia el sudeste asiático para financiar industrias de exportación orientadas al mercado norteamericano y, con la crisis del sistema bancario japonés de principios de los años 90, la transferencia de fondos se intensificó; la burbuja especulativa de la bolsa y el mercado inmobiliario japonés elevó considerablemente el riesgo contraído por los bancos de ese país, pero la política del gobierno japonés de permitir y facilitar la huida hacia adelante, unida a la creciente propensión al ahorro, causada por la mayor incertidumbre, impulsó un endeudamiento creciente con los países del sudeste asiático, en los que en apariencia el riesgo era menor y la rentabilidad doblaba la del mercado local japonés.

La salida de fondos en plena crisis en los cinco países más afectados fue masiva, pues la entrada total de fondos privados se redujo entre 1996 y 1997 en 105.000 M\$, un 11% del PNB (la salida de fondos en España en los nueve primeros meses de 2012 supera los 250.000 M€ y se acerca peligrosamente a un 30% del PIB español). De repente, la sobrada liquidez de estas economías se dio la vuelta con toda su crudeza, excediendo las obligaciones a corto en moneda extranjera el volumen de moneda extranjera al que se tenía acceso a corto plazo. En este contexto, la ausencia de un prestamista de última instancia nacional marcó la diferencia. Los bancos nacionales obtenían pingües beneficios endeudándose en moneda extranjera a un tipo mucho más bajo y prestando en moneda nacional con un diferencial amplio, el banco central se encargaba de cubrir el riesgo con una política de tipo de cambio fijo y actuando como prestamista de último recurso, pero el sistema no podía mantenerse y la crisis de liquidez internacional desembocó en pánico y huida desordenada de los inversores.

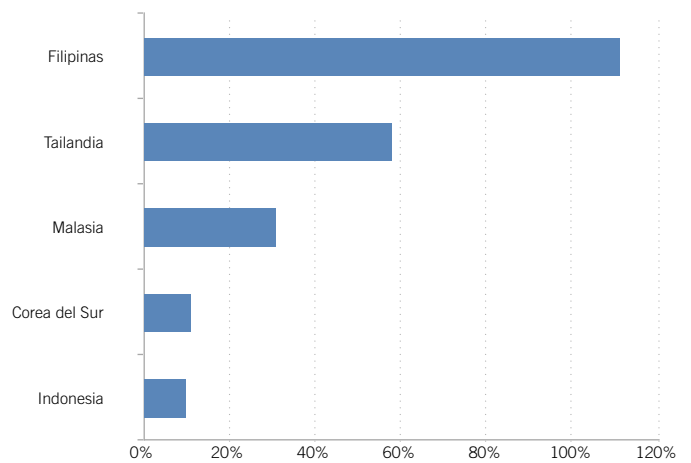
La salida de capital y el desorden financiero que ello provocó, unido a la excesiva dependencia de la financiación bancaria de las economías asiáticas, derivó en una caída paulatina de la ratio de crédito privado sobre el PIB, como muestra el **gráfico 31**, que si bien no alcanzó los niveles de caída del caso japonés, y con la importante excepción de Corea del Sur, dura hasta la actualidad.

En resumen, en la crisis del sudeste asiático jugó un papel preponderante la financiación bancaria. Como veremos, a raíz de la crisis estos países se marcaron un objetivo muy claro a medio plazo: reducir la dependencia de los bancos en la financiación de sus empresas. Para ello, crearon o impulsaron mercados de deuda corporativa para grandes empresas y Pymes de mediana dimensión que sirvieran para complementar la financiación proveniente del sistema crediticio, y, aunque con grados diferentes de éxito, lograron que esa infraestructura financiera más variada, profunda e inclusiva resistiera de manera notable el impacto de la crisis financiera internacional en 2008, y donde destaca el éxito alcanzado por Malasia, que ha logrado dotar a su tejido empresarial, tanto grandes como medianas empresas, de una alternativa de financiación eficiente al crédito bancario.

Resta recordar, simplemente, que la depreciación de las monedas asiáticas fue clave en la recuperación de estas economías, especialmente en el caso de Japón. En el caso de España, en 2012, el hecho de dotar de alternativas de financiación a las empresas adquiere una relevancia mayor dado que la economía española debe afrontar dicho reto de financiación:

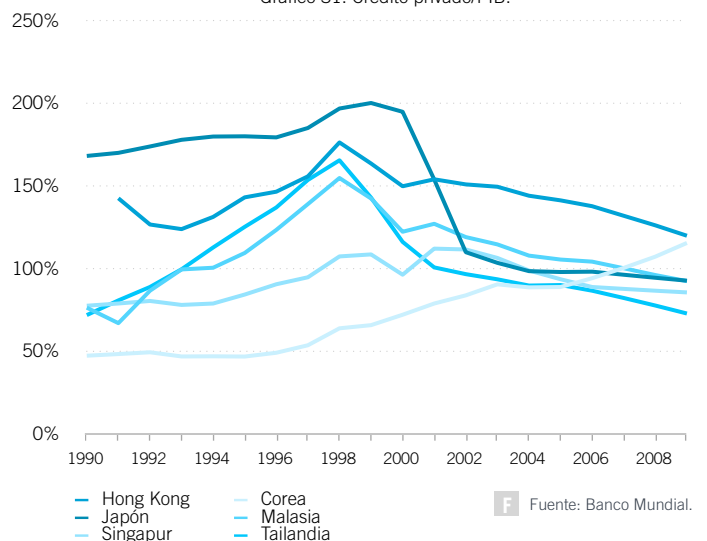
1. En un entorno económico mundial que no va a registrar las tasas de crecimiento de las que se beneficiaron los países del sudeste asiático y Japón tras sus crisis financieras, inmerso como está en una guerra de divisas como hace tiempo no se recordaba, llevando a cabo políticas claras de “empobrecimiento del vecino”.

Gráfico 30. Boom de crédito. Tasa media de crecimiento (1990-1996).



F Fuente: Banco Asiático de Desarrollo.

Gráfico 31. Crédito privado/PIB.



F Fuente: Banco Mundial.

2. Sin soberanía monetaria, con las dificultades que ello plantea a la hora de ajustar una economía, a lo que se añade que el diseño de la política monetaria en la zona euro, más preocupada por la inflación que por el empleo, hace más difícil esperar un euro más barato que ayude a las exportaciones españolas fuera de la zona euro.

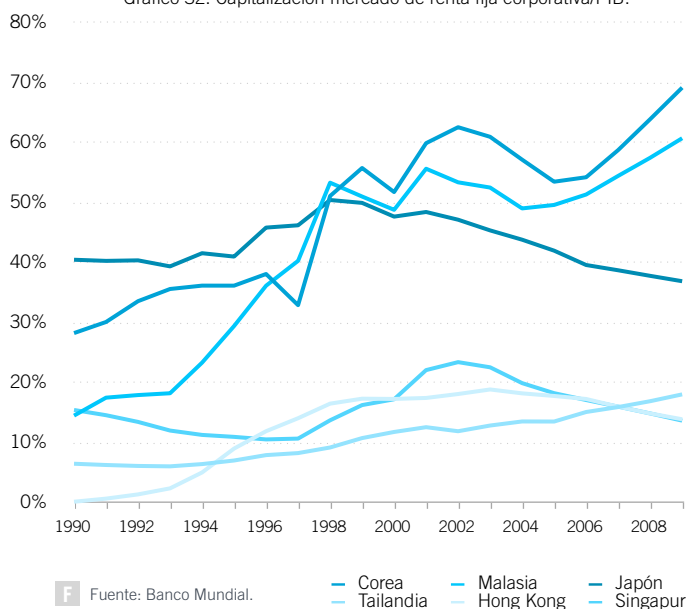
8. El desarrollo de los mercados de deuda corporativa en Asia.

Desde la crisis financiera de 1997, el desarrollo del mercado de deuda para empresas fue prioritario para los gobiernos de Asia, dado que se comprendió rápidamente que se trataba de una solución óptima para reducir el riesgo de nuevas crisis bancarias y reforzar el sistema financiero.

De hecho, varios países asiáticos lograron significativos avances en el diseño de mercados de deuda corporativa, al lograr disponer de una infraestructura financiera más estable y sólida, tal y como se puso de manifiesto durante la crisis internacional de 2008. Ello demuestra que un sistema financiero robusto requiere múltiples canales de financiación que compitan entre sí por el capital. Como demostró la crisis de 1997, los mercados de crédito a corto plazo son propensos a las corridas de acreedores y el mercado de deuda corporativa dota a la economía de una importante alternativa de intermediación financiera de reserva. Como dijo presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos,



Gráfico 32. Capitalización mercado de renta fija corporativa/PIB.



Greenspan, en el año 2000, un mercado de deuda corporativa más desarrollado habría permitido a los países asiáticos contar con un “neumático de repuesto”, haciendo la crisis menos dramática.

Las empresas asiáticas pasaron así a reducir progresivamente su dependencia de la financiación bancaria. El resultado se observa si analizamos la evolución de la ratio crédito privado/PIB, tal y como muestra el **gráfico 32**. En todos los países sin excepción creció el nivel de capitalización del mercado de renta fija corporativa, manteniendo niveles en términos del PIB por encima de antes de la crisis en Corea del Sur así como en Malasia, perdiendo fuerza en Tailandia, Hong Kong y Singapur. En estos últimos dos casos ello se explica, en parte, por el elevado grado de capitalización de su mercado de renta variable.

No obstante, mientras que los mercados primarios crecieron de manera notable, en algunos países dicho crecimiento se concentró en emisores institucionales semi-estatales o con algún tipo de garantía crediticia. Ello puede ser debido a las carencias de información sobre algunos emisores al no contar con adecuadas evaluaciones de calidad crediticia de los emisores potenciales.

Frente a los mercados con fuerte presencia de instituciones financieras como emisores principales (al estilo de lo que sucede en el mercado español), tales como Corea del Sur y Singapur, ambos con una ratio de saldos vivos sobre PIB por encima del 40%, Filipinas, Tailandia y, especialmente, Malasia cuentan con mercados de deuda corporativa en los que los emisores principales son sociedades no financieras, todos ellos con una ratio superior al 50% del PIB. Los mercados secundarios se han desarrollado menos, dada la dificultad de dotarlos de liquidez suficiente, y algunos países presentan bajos niveles de negociación, probablemente debido a la falta de diversidad de inversores, micro-estructuras de mercado inadecuadas y flujos insuficientes de información oportuna y actualizada.



8.1. Mercados primarios: tamaño, emisores, umbral de liquidez y “efecto expulsión”.

Mientras que el crecimiento de los mercados de bonos corporativos ha sido notable, el desarrollo de algunos mercados ha sido liderado por emisiones cuasi-gubernamentales o con algún tipo de garantía crediticia.

El ejemplo asiático sirve también para destacar los requisitos o condicionantes básicos para que tenga lugar el desarrollo de este tipo de mercados. Además del tamaño de la economía (100.000 M\$ para mercados de deuda soberana, menor en el caso de deuda corporativa, según algunas estimaciones), es imprescindible un determinado grado de desarrollo financiero. Además, el tamaño del mercado dependerá del grado de competencia existente entre alternativas de financiación a disposición tanto de los emisores como de los inversores. Mientras que el sector bancario o el mercado de renta variable competirían con el mercado de deuda corporativa por el mismo mercado potencial de emisores, la financiación de altos déficits públicos puede “expulsar” del mercado inversores potenciales. A pesar de todo, no es sorprendente que los mercados de deuda corporativa más profundos sean aquellos de las economías asiáticas con mayor renta per cápita, tales como Corea del Sur, Japón, Malasia, Hong Kong y Australia. En cada uno de estos casos, el tamaño del mercado de deuda corporativa excede del 25% del PIB. Nueva Zelanda y Singapur son la excepción: economías desarrolladas con bajas necesidades de financiación pública y que sin embargo tienen mercados de deuda de empresas poco profundos. Parte de la explicación se encuentra en que, en ambos casos, disponen de alternativas de financiación competitivas para los emisores potenciales: Nueva Zelanda depende en gran medida de su sistema bancario mientras que Singapur hace lo propio de su mercado de renta variable, algo similar a lo que le sucede al Reino Unido en Europa. Al mismo tiempo, la profundidad que encontramos en los mercados de deuda corporativa de Hong Kong y

Australia puede deberse, en parte, al tamaño relativamente reducido de sus mercados de deuda pública.

El peso de las emisiones de nivel de inversión (investment grade) puede implicar, y ello al menos se cumple en el caso de Asia para buena parte de los expertos, una carencia de información lo suficiente valiosa para calificar un significativo número de potenciales emisores (en concreto, aludiendo opacidad en los comunicados sobre beneficios debido a las complejas estructuras piramidales de propiedad y a las vinculaciones societarias), por lo que es frecuente que los inversores institucionales cuenten con directrices internas que limiten sus inversiones sólo a empresas que cuentan con la mayor calidad crediticia.

Otro indicador del grado de desarrollo de este tipo de mercados es la presencia de emisores no residentes (aunque también puede reflejar el esfuerzo del gobierno de ampliar la base inversora y emisora de su mercado haciéndolo así más viable). En este sentido los mercados de Hong Kong y Singapur destacan ampliamente sobre el resto, con un peso extranjero en las emisiones por encima del 35%.

Se da la circunstancia que tras el impulso de los mercados de deuda corporativa como consecuencia de la crisis de 1997, son precisamente las economías en las que los problemas financieros de las entidades de crédito fueron más severos las que mantenían unos niveles de capitalización del mercado de renta fija corporativa más elevados en el segmento de sociedades no financieras. Así, los saldos vivos de las emisiones llevadas a cabo por sociedades no financieras de Malasia, Filipinas y Tailandia superaban el 50% del total de saldos vivos emitidos, mientras que Japón y Corea del Sur superaban el 30%.

8.2. Mercados secundarios: razones de la falta de liquidez

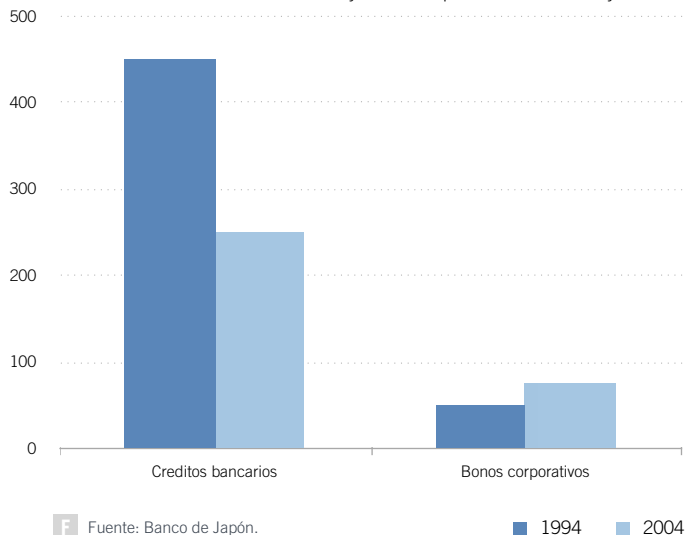
Los mercados secundarios en moneda local de bonos corporativos en Asia están aún lejos del desarrollo de los mercados de deuda pública. De hecho los mercados de bonos no cuentan con el necesario grado de liquidez, siendo los ratios de rotación una pequeña parte de los ratios de rotación de los mercados de bonos soberanos.

Estas diferencias de liquidez son normales, pues como comentamos anteriormente, las emisiones privadas tienden a ser más heterogéneas y de menor tamaño que en el caso de las emisiones de deuda pública. La única excepción es Australia, que cuenta con una ratio de rotación más elevada que el mercado de Estados Unidos.

Cuatro son los factores principales que explican esta bajo grado de liquidez de los mercados de deuda corporativa en Asia:

1. Una base inversora no lo suficientemente amplia. La existencia de una amplia gama de inversores impulsa la compra-venta pues hace mucho más fácil que un número mayor de inversores encuentren contrapartida para sus operaciones, mucho menos probable que diferentes inversores se sitúen al mismo lado del mercado, ya sea como compradores o como vendedores. Con ello, además, es menos probable que no estén de acuerdo con la calidad crediticia de un emisor, y, por consiguiente, más probable que estén interesados en las transacciones y menos que estén necesitados de liquidez al mismo tiempo. Por otro lado, el contar con micro estructuras de mercado inadecuadas agudiza los problemas de liquidez.
2. Opacidad de mercado. Falta de transparencia. El grado de transparencia ex-post incentiva que haya precios competitivos y permite a los inversores confiar en los precios que obtienen, tal y como demostró la experiencia pionera del mercado de deuda corporativa de Estados Unidos, la Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE). TRACE difunde los precios a los que se ha llevado a cabo una operación en los primeros 15 minutos desde su cierre. La puesta en marcha de este sistema de transparencia ex-post tuvo un impacto significativo sobre la liquidez, al reducir 5 puntos básicos los diferenciales de compra-venta, según algunos estudios. A finales de 2005 ya existían en todos los mercados asiáticos sistemas parecidos, con diverso grado de eficacia. Destaca por su buen funciona-

Gráfico 33. Saldo vivo de créditos y deuda corporativa. Billones de yenes.



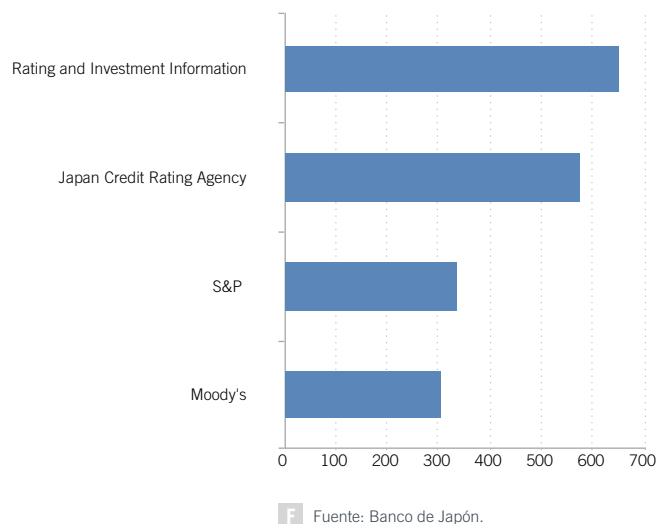
miento (ha logrado niveles incluso superiores de transparencia expost), el caso del Bond Information Dissemination System (BIDS) malayo. Dado el buen comportamiento del mercado de deuda corporativa en Malasia, especialmente en el segmento de sociedades no financieras tanto grandes como de mediana dimensión, es probablemente una de las referencias asiáticas para el diseño institucional de un mercado de deuda corporativa para pymes.

- Un flujo limitado de información oportuna sobre los emisores. Se trata, probablemente, del aspecto más crítico de los mercados corporativos asiáticos. En los mercados de bonos corporativos, una parte muy importante de la liquidez puede ser generada por aquellos inversores que apuestan distinto a lo que indican los fundamentos económicos, teniendo su comportamiento efectos beneficiosos sobre aquellos agentes que están en el mercado sencillamente para encontrar liquidez. Además, esas tendencias opuestas de compra venta se refuerzan cuando existe un flujo intenso y actualizado de información sobre la calidad crediticia de los emisores. Así, en los mercados más desarrollados de Europa y Estados Unidos, el flujo de noticias relevantes para el mercado adopta varias formas:

- Los emisores elaboran informes financieros trimestrales así como los denominados profit warnings.
- La prensa financiera especializada y los servicios de información informan sobre operaciones corporativas y transacciones de interés por parte del mundo empresarial.
- Las agencias de rating llevan a cabo anuncios frecuentes sobre sus percepciones y expectativas sobre las empresas calificadas.

De este modo, la compra-venta de bonos corporativos se nutre de todo este flujo de información. Los mercados asiáticos todavía deben mejorar en lograr producir ese conjunto de información oportuna y actualizada que introduce liquidez y profundidad al mercado. Muchos emisores se valen de alguna forma de garantía gubernamental, haciendo irrelevante la calificación crediticia del emisor. Las garantías rara vez cambian, no dando razones al inversor para no estar de acuerdo y, por tanto, no existiendo razones para especular. Las agencias de rating asiáticas existentes van progresivamente ganando reputación y credibilidad, lo que permitirá a los inversores confiar en sus calificaciones y dejar de contar únicamente con las cuatro agencias de rating internacionales de más renombre, tal y como sucedió en Japón a partir de 1997, el desarrollo de estas agencias hizo que para 2004 la cobertura de empresas calificadas con un rating de las agencias japonesas (Japan Credit Rating Agency y Rating and Investment Information) duplicará el número de empresas calificadas por S&P y Moody's.

Gráfico 34. Cobertura de empresas facilitada por las agencias de rating en Japón. 2004.



8.3. El mercado de bonos corporativos japonés.

Tal vez la mejor forma de comprender los primeros pasos del mercado de deuda corporativa japonés es comparar su tamaño, tal y como muestra el gráfico 33, en 1994 y en 2004, haciendo lo propio con el mercado crediticio dominado por los grandes bancos japoneses desde hace décadas, y aún en la actualidad. No obstante, el saldo vivo de crédito cayó de forma importante en ese periodo, mientras que la financiación directa de las empresas a través del mercado de bonos llegó incluso a suponer más del doble del saldo vivo existente en 1994.

El crédito bancario aumentó de manera muy importante durante la década de los años 80 pero tras el estallido de la burbuja financiera e inmobiliaria a principios de los años 90, éste empezó a caer de manera dramática. La crisis financiera de 1997-98 aceleró aún más este proceso de disminución del crédito debido a los graves problemas financieros de los bancos japoneses. Las empresas tuvieron que buscar alternativas de financiación a la bancaria, con el resultado de que las emisiones netas de bonos corporativos cubrieron parte de esa necesidad de financiación de las sociedades no financieras japonesas, de manera que la crisis financiera de 1997 se convirtió en el punto de inflexión de una financiación empresarial más de mercado y menos dependiente de las entidades bancarias.

Parte del éxito del desarrollo del mercado de deuda para empresas en Japón a partir de 1997 se debe a la cobertura añadida de ratings que las agencias de calificación niponas facilitaron (gráfico 34), dotando así a los inversores de un abanico más amplio de calificaciones de calidad crediticia para la toma de decisiones al que tradicionalmente ofrecían en exclusiva S&P y Moody's.

8.4. Los mercados de deuda asiáticos sobreviven a la crisis financiera internacional.

A pesar de la caída que se observó en las emisiones internacionales de bonos a partir de 2008, el número de emisiones de bonos corporativos sin rating o calificadas por agencias de rating locales aumentó entre 2005 y 2009 un 330%, manteniéndose en niveles históricamente altos en 2010 y 2011. Ello sugiere que el mercado de deuda corporativa en gran parte del continente asiático, reforzado por la presencia de agencias de rating ya no sólo internacionales sino también locales, ha desempeñado la función de “neumático de repuesto” para la financiación empresarial durante la crisis reciente, a diferencia de lo sucedido en las crisis financieras que sacudieron Asia en la década de los años 90.

8.5. La crisis financiera en España.

En el año 2008 estalló la crisis financiera internacional más grave desde la Gran Depresión afectando a la economía española con especial intensidad.

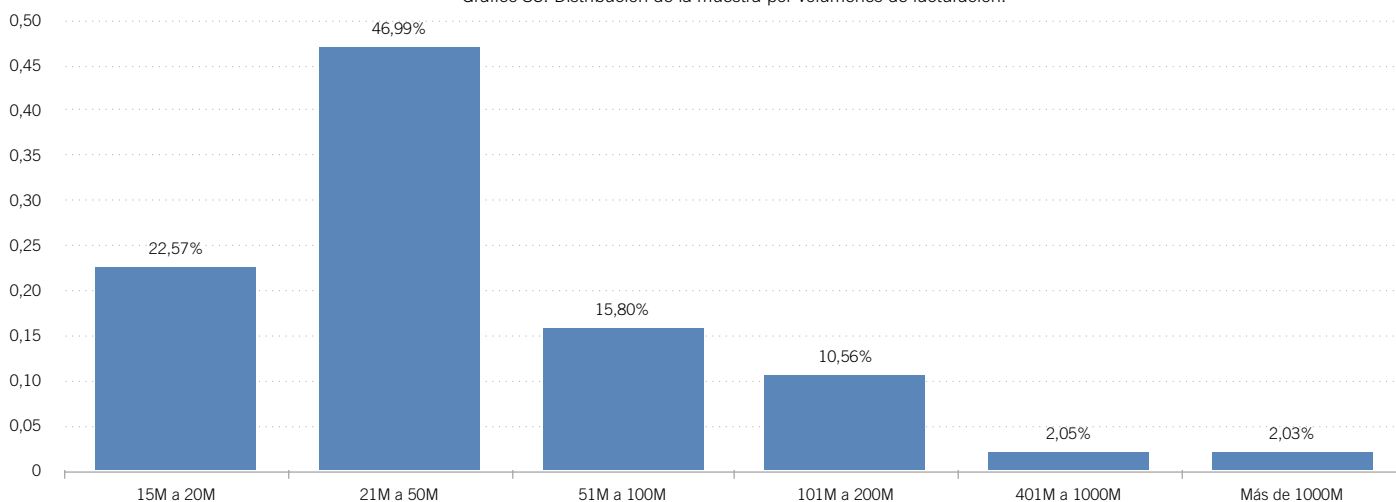
La economía española, tras una década de crecimiento por encima de su potencial, comenzó un ciclo económico bajista a partir de 2008 y que, tras un aterrizaje brusco de la economía por el estallido de la burbuja inmobiliaria y de crédito, tiene sumido al país en una etapa estancamiento económico o caída del PIB que dura ya 5 años. El año 2013 aparece como el año más difícil de la reciente historia económica de España, fundamentalmente por el agotamiento de las empresas, la duración de la crisis y la ausencia, casi con toda probabilidad, de un formato institucional adecuado para la moneda única, lo que podría mantener la prima de riesgo española por encima de lo que sería deseable y razonable atendiendo a los fundamentos de la economía española.

Las similitudes con lo sucedido en Asia en los años 90 son elevadas:

- Por un lado, la economía española vivió una euforia inversora que llevó la ratio de inversión sobre PIB al 30%, algo inaudito en las economías desarrolladas, y que encuentra parangón en lo sucedido en el sudeste asiático en los años 80 y 90. La falta de confianza ha llevado a la retirada masiva de fondos por parte de inversores extranjeros, al estilo de lo sucedido en el sudeste asiático, si bien muy influido, en el caso español, no sólo por los desequilibrios de la economía española sino también por el miedo a una posible ruptura del euro.

- Por otro lado, existe el riesgo de que el estancamiento económico se extienda en el tiempo, al estilo de lo sucedido en Japón con su “década perdida”. El proceso de intermediación financiera está roto debido a la difícil situación de la banca española y la política monetaria se muestra ineficaz en lograr que el crédito llegue a las empresas al no ser efectivos los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Un largo estancamiento económico en España y en Europa es mucho más probable si los gobiernos europeos no asumen su responsabilidad en las pérdidas (en septiembre Alemania, Holanda y Finlandia dijeron que la deuda acumulada en el pasado era responsabilidad nacional, justo lo contrario de lo necesario para garantizar la convertibilidad del euro). Reducir el riesgo soberano requiere eliminar el riesgo de grandes pérdidas en el sistema financiero. De momento España es la última y única responsable de la enorme deuda, que poco a poco deja de tener como acreedores a los bancos y fondos europeos para, tener un solo acreedor (el Banco Central Europeo), a lo que se añade que, mediante los progresivos rescates bancarios y su conversión en deuda pública, el Estado español aparezca como último garante del sistema financiero. La ausencia de soberanía monetaria para crear dinero puede inducir la sobre-reacción de la prima de riesgo ante las dudas sobre el futuro de la unión monetaria europea, como sucedió hasta que el Banco Central Europeo decidió intervenir para reforzar la credibilidad de la moneda única, al menos temporalmente.

Gráfico 35. Distribución de la muestra por volúmenes de facturación.



F Fuente: axesor.

Pues bien, pasamos a continuación a abordar un exhaustivo análisis financiero de una muestra representativa del tejido empresarial nacional para el periodo 2006-2010. Ello servirá para constatar las diferencias en el estado de salud del tejido productivo antes y después de la crisis así como concluir cuáles son los grandes problemas financieros de las empresas españolas en la actualidad. Destacaremos, igualmente, que existe un grupo de empresas de mediana dimensión altamente solventes y con grandes posibilidades de desarrollo, así como las ventajas que para la economía española tendría la creación de un mercado de deuda corporativa para empresas de mediana dimensión, al estilo del recientemente creado (2010) mercado alemán de bonos corporativos, cuyo evolución y características principales también describiremos.

9. Evolución financiación de las empresas españolas entre 2006 y 2010.

9.1. La muestra.

El objetivo de estudiar cómo ha evolucionado la financiación y sus componentes en el ámbito empresarial español, se han seleccionado 5.329 sociedades activas cuya facturación mínima parte de 15 M€.

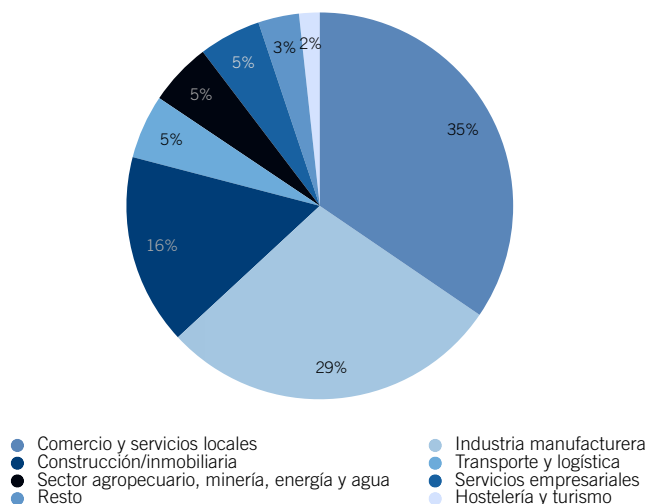
El periodo considerado abarca desde 2006 a 2010, rango suficiente para contemplar las diferencias acontecidas antes y tras el estallido de la crisis económica. Los formatos de cuentas empleados incluyen tanto estados contables normales como abreviados.

A través del análisis financiero de las principales partidas contables, se puede visualizar de forma clara los efectos que el actual ciclo económico provoca en el tejido empresarial español. Aunque las restricciones de financiación se han acentuado más en los dos últimos años, durante el periodo analizado ya se vislumbra la tendencia negativa en todos los aspectos que la limitación de financiación provoca en el entorno empresarial.

Se segmentarán las sociedades seleccionadas por tamaños atendiendo a su facturación, con el fin de comprobar los distintos comportamientos en el acceso al crédito según las distintas dimensiones. El gráfico 35 muestra la distribución de frecuencias por intervalos de facturación de las sociedades analizadas.

Adicionalmente, como criterio de selección se ha impuesto que las sociedades cuenten con un endeudamiento mínimo de 1 M€, prescindiendo así del segmento micro empresa cuyas necesidades de financiación y circunstancias difieren de lo expuesto a lo largo del informe.

Gráfico 36. Distribución de la muestra por sectores.



F Fuente: axesor.

Entre los datos característicos de las sociedades objeto de estudio, cabe destacar que el 35% de las mismas pertenecen al sector de comercio y servicios locales, seguido con un 29% por los sectores industriales. También tienen una representación relevante las sociedades dedicadas a la construcción y promoción inmobiliaria, con un 16% de la muestra.

Si llevamos a cabo la anterior distribución sectorial atendiendo a la cifra de facturación en lugar de por número de sociedades, se observa que el sector de construcción y promoción inmobiliaria pasa a representar un 23 % de la muestra, evidenciando el importante volumen de este tipo de compañías.

En términos promedios, y atendiendo a datos de 2010, las empresas contenidas en el estudio presentan un nivel de endeudamiento moderado (en torno a 3 veces el volumen de fondos propios) cuyo coste decrece conforme aumenta el tamaño. Se trata de sociedades rentables y solventes, aunque como se verá posteriormente, encontramos diferencias notables entre los distintos segmentos.

Para conocer cómo se ha comportado la facturación de estas empresas durante el periodo analizado, por tamaños contemplamos que la mayor caída de ingresos se produce en el ejercicio 2009, donde la desviación respecto al año previo es superior al -13% de media. En 2010 sin embargo ya se observa un cambio de tendencia que se materializa en leves incrementos de facturación en todos los segmentos excepto en el de 15 a 20 M€, donde la tasa de variación sigue siendo negativa, probablemente por tener como destino exclusivo de sus ventas el mercado nacional. Si consideramos la tasa acumulada desde 2006 a 2010, el crecimiento neto ha sido moderado con un 3,3% acumulado.

En cuanto al tamaño de la plantilla, la muestra se caracteriza por los volúmenes medios de personal que se exponen en el gráfico 38, aunque la variabilidad es significativa, existiendo sociedades con menos de 10 empleados entre ellas. A modo de caracterizar lo mejor posible la muestra, cabe añadir que la mediana del número de empleados se sitúa en 80 personas.

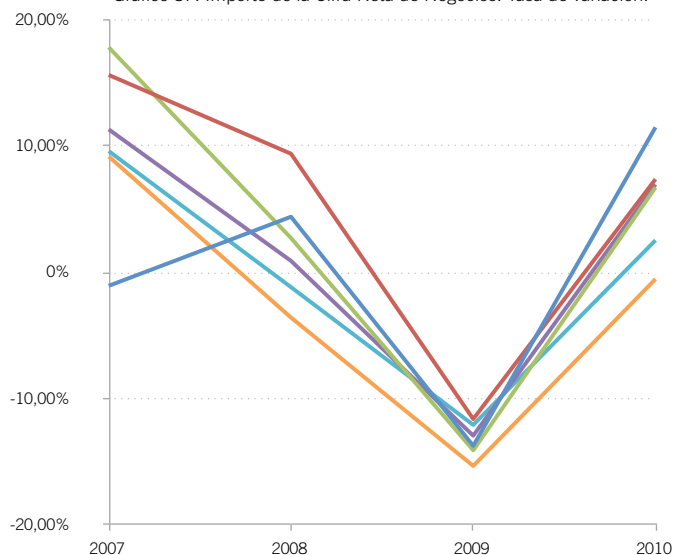
9.2. Evolución nivel endeudamiento

El primer signo de las limitaciones del acceso al crédito es la evolución del nivel de endeudamiento, definido como la proporción de recursos ajenos sobre las aportaciones propias de la empresa. Se evidencia como de un modo generalizado el endeudamiento medio de las sociedades analizadas ha caído en todos los segmentos (incluso en las grandes corporaciones con facturación superior a 1.000 M€), lo cual es un claro indicio de los problemas de acceso a la financiación de nuestra economía. La reducción media es del -3%, aunque sectores como la promoción inmobiliaria y servicios han sufrido una caída más acentuada. Por tamaños, se observa que mientras las grandes empresas logran mantener sus niveles de deuda en el último año, las de menor dimensión la ven reducida en más de un 8%, lo que pone de manifiesto su especial dificultad de acceso a la financiación.

El gráfico 39 muestra la variación del ratio de endeudamiento tanto por sectores como por tamaños. Como se aprecia en el gráfico, el sector servicios es el que muestra mayor tasa de endeudamiento actual, mientras que la caída acumulada más pronunciada se ha producido en el sector industrial. En el periodo analizado, la tasa de variación acumulada alcanza un -15%, siendo la reducción más cuantiosa la de 2009.

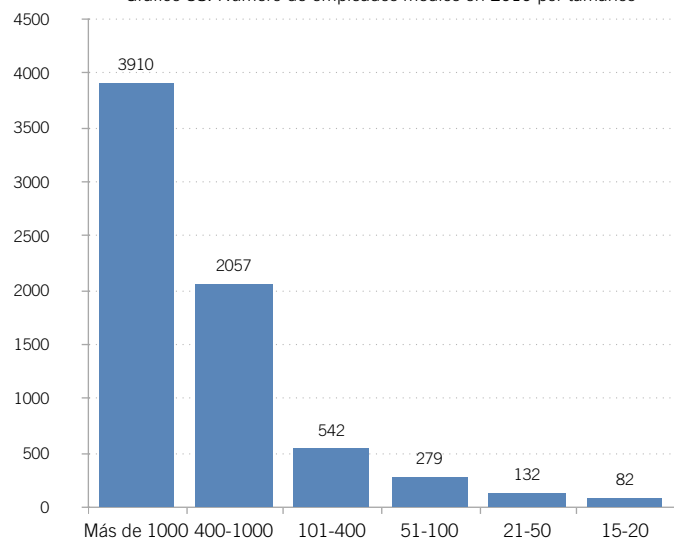
Como se ha introducido, la muestra contiene un grupo de grandes corporaciones (no pertenecientes al Ibex) cuya facturación supera los 1.000 M€, cuyo comportamiento no está tan ligado al ciclo económico. En lo que se refiere a endeudamiento, se observa que estas grandes empresas no tienen el mismo problema de acceso a la financiación que en el resto de segmentos. De hecho, en el último ejercicio, mientras el nivel de deuda cae de forma generalizada en todos los tamaños y sectores, este grupo lo incrementa un 9.8%, lo cual puede explicarse por su mayor capacidad de negociación ante entidades financieras.

Gráfico 37. Importe de la Cifra Neta de Negocios. Tasa de variación.



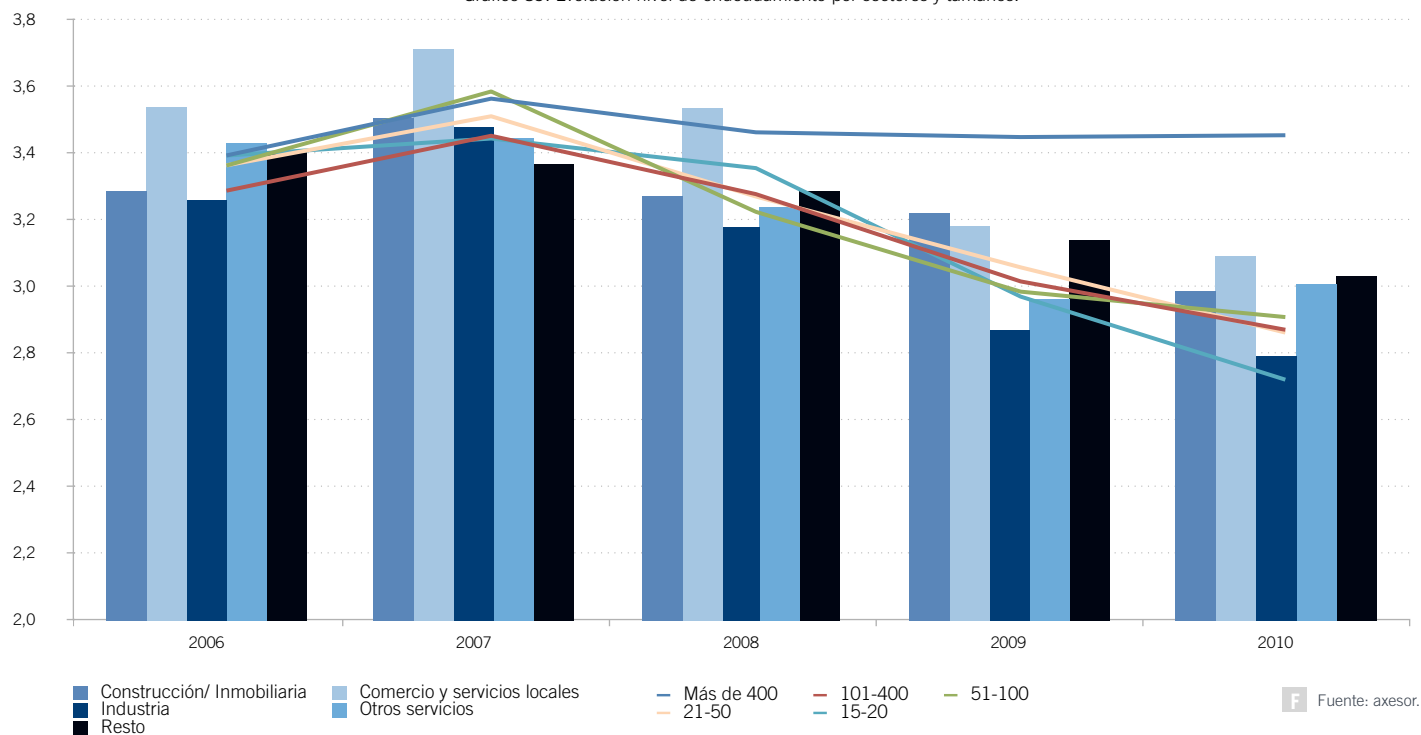
F Fuente: axesor.

Gráfico 38. Número de empleados medios en 2010 por tamaños



F Fuente: axesor.

Gráfico 39. Evolución nivel de endeudamiento por sectores y tamaños.



De lo anterior se deduce que en cuestiones de financiación el tamaño también conlleva “economías de escala”, no sólo en las condiciones de contratación como se verá posteriormente, sino en el propio acceso al crédito. Por otro lado hay que considerar el hecho de que las cajas y pequeños bancos han sido tradicionalmente quienes han focalizado su negocio en empresas de menor dimensión, siendo su presencia actual en el mercado mucho menor tras las necesarias fusiones de entidades financieras.

Aunque el ratio del exigible sobre los fondos propios desciende, el importe medio de los recursos ajenos, no sufre una caída tan pronunciada. Es decir, los importes reales de deuda se mantienen en los últimos 3 años (excepto en las grandes, donde sí que aumenta) mientras que el endeudamiento global cae como ya se ha mencionado, lo que pone de manifiesto que las sociedades logran mantener su deuda recurrente pero no alcanzan los niveles deseados para cubrir sus necesidades de inversión, ya que el activo total crece durante el ejercicio 2010 un 3,5% (este aumento se materializa en mayor medida en inversión a largo plazo), superando la caída del año previo tras el estallido de la crisis. Esto implica que la demanda de financiación ajena no cubierta deba ser aportada por el accionariado. En definitiva, en términos relativos existe un gap no cubierto de financiación demandada.

Si consideramos únicamente las partidas de deuda (entendidas éstas de carácter financiero, aun con las limitaciones que supone el analizar estados contables en formato abreviado, donde no se desglosa específicamente el importe de deuda contraído con entidades financieras) y establecemos una relación entre este importe medio y la cifra de generación de Ebitda de las compañías de la muestra, observamos que aún siendo las pequeñas sociedades las menos endeudadas como indicaba el gráfico 39, son las que mayor proporción presentan en relación a su nivel de resultado de explotación: el importe de la deuda no comercial de las empresas con facturación <50 M€, es superior 6,2 veces a su Ebitda, mientras que las grandes compañías (facturación >400 M€) esta proporción apenas supera 3 veces.

Visto por sectores, el que mayor proporción presenta de acuerdo a su nivel de beneficio de explotación, es construcción y promoción inmobiliaria, con una ratio de deuda sobre Ebitda de 6,34.

Gráfico 40. Evolución 2006-2010 importe medio de la deuda por tamaños.

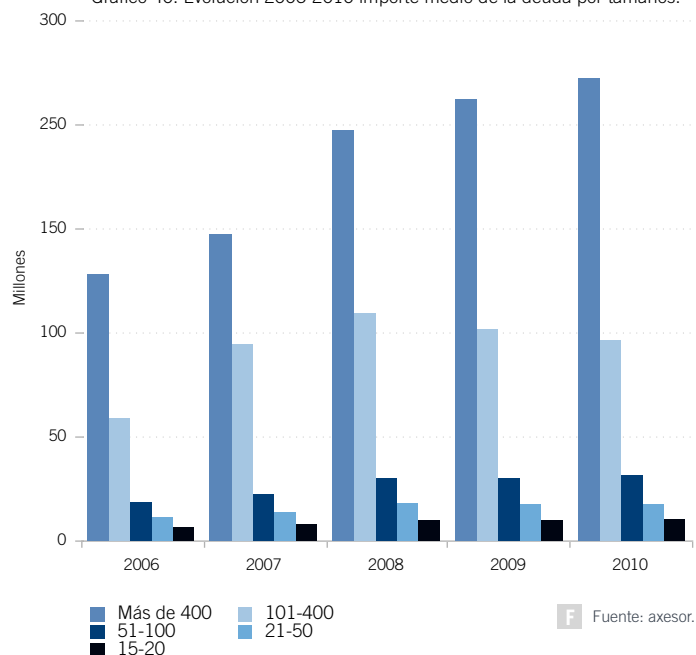
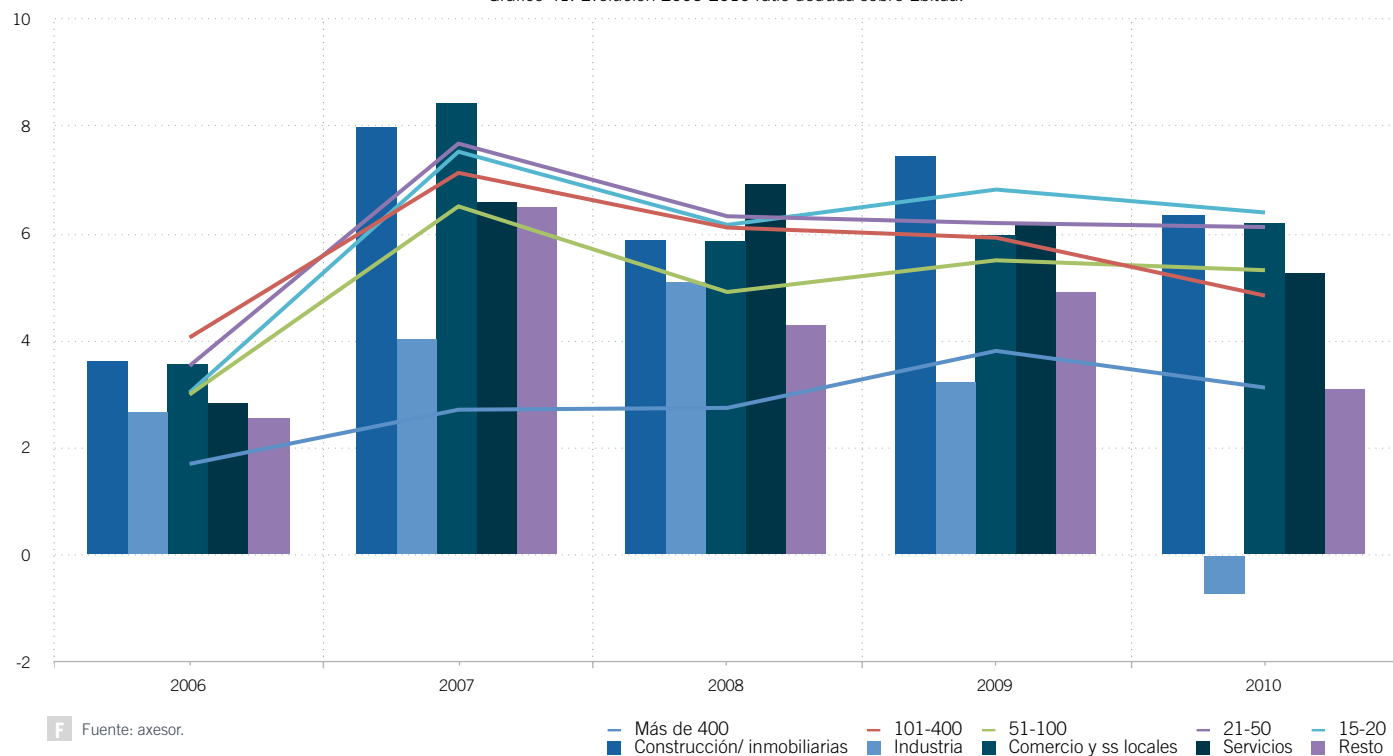
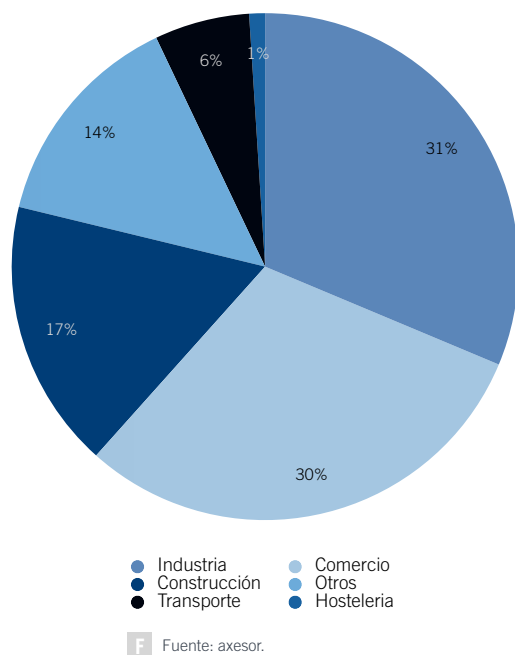


Gráfico 41. Evolución 2006-2010 ratio deuda sobre Ebitda.



Gráfica 42. Distribución sectorial de las sociedades más endeudadas.



En 2008, estos niveles eran más bajos en todos los segmentos, pues aunque el endeudamiento era más alto que ahora, la generación de beneficio era bastante más elevada en términos promedios.

Por tanto, son las empresas de menor dimensión entre las analizadas las que más impedimentos muestran a la hora de demandar crédito: aunque a nivel financiero su estructura media es sólida y solvente, la evolución económica es desfavorable y de manera conjunta, presentan una imagen como la que muestra el gráfico 41, donde se pone de manifiesto que las posibilidades de generar cash flow para atender la deuda contraída está deteriorándose. De este modo, se entra en un círculo que impide que cambie la tendencia: no hay financiación, lo que implica que no se pueda invertir y obtener beneficio, dificultando esto de nuevo la obtención de crédito.

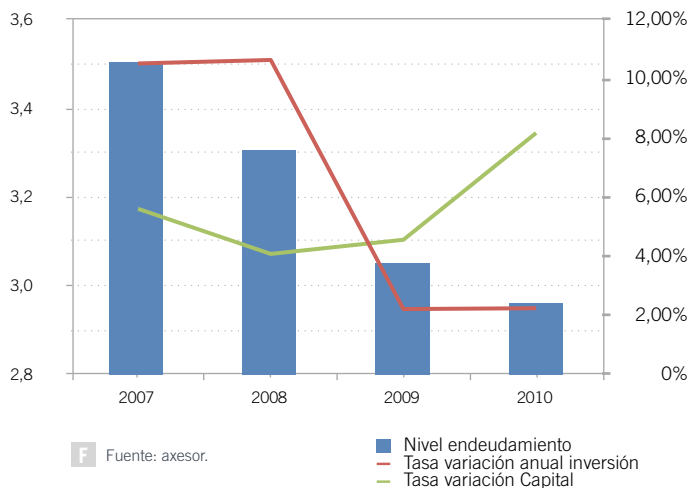
Haciendo foco en el top de las 100 empresas más endeudadas de la muestra, encontramos que un 67% de éstas se encuentran en el segmento mediana/pequeña con menos de 50 M€ de facturación. Si las ubicamos por sectores, los dos mayoritarios son comercio e industria, con un 30% de representación respectivamente. Como dato a destacar, más de la mitad de las empresas de este top de deuda (64%) presentan pérdidas, mientras que el resto sufre unas caídas de beneficio considerables. Es precisamente la no obtención de beneficio lo que repercute negativamente en el nivel de endeudamiento, pues una minoración de los fondos propios sin que la deuda se reduzca en igual proporción, conlleva que el grado de endeudamiento sea más elevado. Esto se refleja en los scorings obtenidos en 2012, donde podemos ver que la mitad de estas sociedades se encuentran en los dos escalones más bajos: Default y CCC, dificultando aún más el acceso a la financiación.

9.3. Autofinanciación

Concretando un poco más la estrategia de autofinanciación que deben asumir las sociedades sin acceso a financiación ajena, al estudiar cómo ha evolucionado la composición de los recursos propios en los últimos años (la tasa de variación media de las empresas analizadas indica un incremento del 8%), se puede comprobar que ésta mayor financiación proviene de la retención de beneficios más que de nuevas aportaciones de capital. De 2010 a 2009 se observa una mayor proporción de reservas con un 8.5% de variación frente al 7% que ha aumentado la cifra

Gráfico 43. Evolución 2007-2010 endeudamiento, tasa variación inversión en inmovilizado y tasa variación capital.

Eje secundario: tasas de variación.



media de capital. Cabe mencionar además que el peso de las reservas en el patrimonio neto tiene una importancia mucho mayor en lo que a financiación se refiere: más de la mitad de los fondos propios se componen de reservas en las empresas analizadas. Si tenemos en cuenta el tamaño medido por facturación, las empresas entre 15 y 50 M€ son las que más limitada tienen la opción de ampliación de capital, pues tan sólo un 7.98% han optado por tal medida, mientras que en las empresas de mayor dimensión, la proporción media es cercana al 11%.

Lo anterior concuerda con la evolución económica de este grupo de compañías, pues en promedio, las sociedades de menor dimensión han incurrido en pérdidas en 2010, incluso de manera más acentuada que en el año previo, lo que demuestra la difícil situación que atraviesan las pequeñas y medianas compañías españolas. Este dato es destacable por su impacto, pues como se introdujo, el segmento (15 a 20 M€) supone cerca de un 23% del total analizado, existiendo por tanto pérdidas en casi 1 de cada 4 sociedades consideradas.

En las sociedades de tamaño grande, la tendencia es más optimista, logrando mantener y aumentar sus beneficios a pesar de la crisis.

Analizando conjuntamente estos datos con los de endeudamiento, en el gráfico 43 se observa como el nivel de endeudamiento global ha sido compensado con aumentos de capital para lograr mantener el nivel de inversión en tasas positivas.

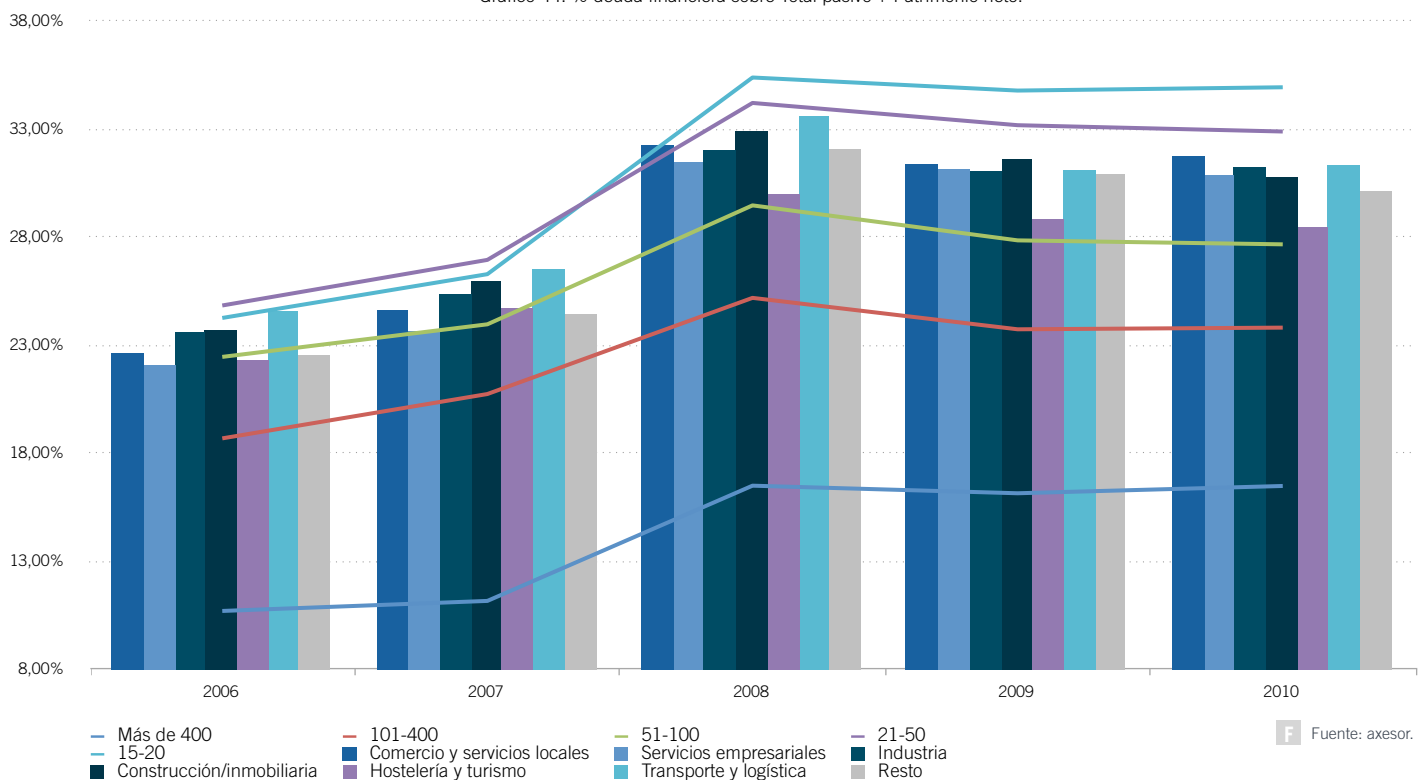
9.4. Composición del endeudamiento

La composición del endeudamiento en lo que se refiere a vencimientos, corrobora las dificultades de financiación ya mencionadas. Todos los segmentos muestran una evolución creciente en ampliación de plazos de pago, lo que da lugar a un cambio de tendencia en el pago de deuda: cada vez se procura retrasar los vencimientos de financiación a un mayor plazo, sobre todo las sociedades de menor dimensión (rangos 15-20 y 21-50), donde la proporción del pasivo no corriente prácticamente iguala a la del corriente.

El análisis de la partida de “deuda” tanto a corto como a largo nos permite valorar cómo evoluciona la deuda de tipo no comercial en vencimiento a corto y largo plazo. Se podría asumir que la mayor proporción de esta deuda es de carácter financiero. Sin embargo, al disponer de parte de la muestra en formato de cuentas abreviado, se carece del dato concreto de deuda financiera sólo disponible en formato normal. En cualquier caso, estas partidas permiten establecer un escenario de lo que de un modo general, podría ser la deuda contraída con entidades de crédito aunque no se obtenga con la máxima precisión: en términos totales (es decir, la suma de toda la deuda independientemente del vencimiento) se observa una reducción desde el ejercicio 2009 de este tipo de financiación como era de esperar. Aunque las caídas no son aún notables, sí que muestran una tendencia negativa.

Cabe destacar que las empresas de menor dimensión (ingresos <20 M€) presentan una mayor dependencia de este tipo de deuda, suponiendo ésta un 35% sobre el total de su financiación, mientras que en las grandes, apenas alcanza el 16%. Si consideramos el conjunto de la muestra, observamos que 7 de cada 10 empresas cuentan con un 30% de recursos no comerciales (probablemente financieros) en su pasivo exigible. Existe por tanto una gran dependencia de la financiación financiera.

Gráfico 44. % deuda financiera sobre Total pasivo + Patrimonio neto.





En cuanto a los vencimientos de esta deuda que entendemos de composición en su mayoría financiera, se obtiene que en términos promedios la deuda a largo plazo es 2,35 veces superior a la contraída a corto en 2010, con una variación respecto a 2009 del -2%. El dato visto por tamaño de facturación a lo largo de los ejercicios analizados, indica que el segmento de grandes corporaciones ha tenido una proporción mucho más elevada del endeudamiento a largo plazo (hasta 4 veces superior al corto) pero igualmente ha experimentado una reducción acumulada del -24%. El hecho de que la concesión de crédito esté cayendo, implica que en lugar de renegociarse o ampliarse los saldos pendientes de vencimiento a largo, se trate de una simple reclasificación de la deuda de largo a corto una vez llegado al plazo de vencimiento inferior al año. Es decir, podría tratarse de un efecto contable.

La deuda a largo pierde peso en todos los segmentos (excepto en las grandes empresas de más de 400 M€, cuya capacidad de acceso al crédito no se ha visto tan mermada en el último año) y aunque en términos promedio, la cuantía de esta financiación de carácter no comercial baja respecto al total del exigible, las compañías de menor dimensión (15-20 M€) mantienen prácticamente inalterada esta proporción, aunque con tendencia más cortoplacista (pólizas de crédito, leasings, líneas de descuento, etc.).

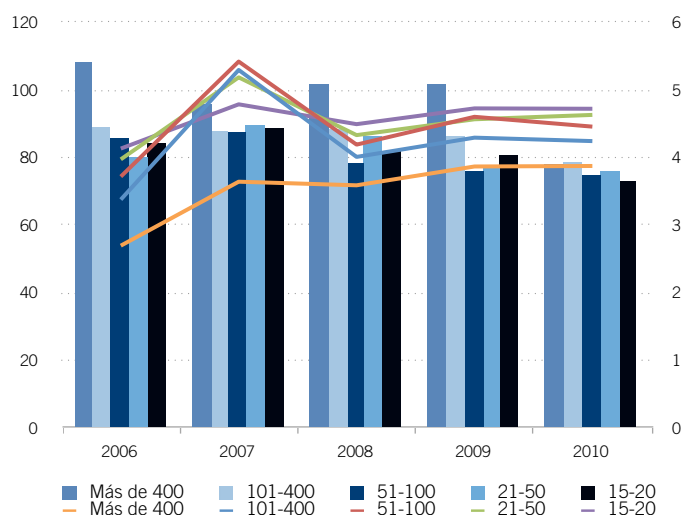
9.5. Crédito comercial

Si analizamos lo anterior de forma conjunta con la trayectoria seguida por los periodos de pago, podemos obtener la misma conclusión: se tiende a abonar las deudas pendientes en el plazo máximo, que exactamente se sitúa en 91 días de media para el conjunto analizado. La evolución de este periodo medio muestra un incremento en 2009 de 5 días netos que se mantiene sin variación en 2010. Visto por tamaños, se observa que los plazos de pago aumentan de manera inversa

al tamaño: las grandes compañías trabajan con unos periodos de 77 días mientras que el de las pequeñas empresas el plazo de pago asciende a 94, ya que este tipo de financiación sin coste explícito, es su fuente más recurrente para respaldar su flujo de tesorería de explotación. Cabe esperar una reducción paulatina de estos plazos, pues tras la entrada en vigor de Ley 15/2010, a partir del 1 de enero de 2013 no se permitirá negociar plazos de pago superiores a 60 días.

A continuación podemos ver un gráfico que representa la relación entre endeudamiento y periodo medio de pago, distribuido por tamaños:

Gráfico 45. Evolución endeudamiento y periodo medio de pago por tamaños.
Eje principal: PMP. Eje secundario: Nivel de endeudamiento.

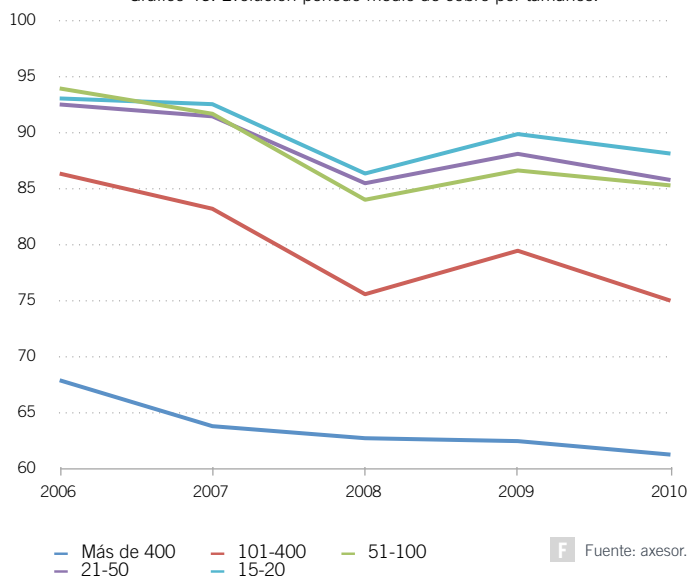


F Fuente: axesor.



mucho mayor ante clientes y proveedores, lo que les permite gestionar sus pagos de explotación con el propio circulante generado por la actividad, mientras que las pequeñas sociedades, se ven obligadas a conceder mayores saldos de crédito a clientes con el fin de asegurar sus niveles de ventas.

Gráfico 46. Evolución periodo medio de cobro por tamaños.



En él podemos ver que las sociedades que más retrasan sus pagos no tienen por qué coincidir con aquellas más endeudadas. De hecho, son las de mayor volumen las que antes atienden su endeudamiento comercial a pesar de que en términos globales sean las más endeudadas. Esto puede encontrar explicación por el hecho de que el endeudamiento comercial, conlleva un coste implícito elevado en muchas ocasiones, que puede no compensar a las sociedades más grandes con una gestión del circulante más sofisticada. Como éstas cuentan con mayor margen en la gestión de su flujo de caja, les es factible operar con periodos de pago más cortos.

Las sociedades cuyos plazos de pago superan los 100 días son fundamentalmente de la rama comercial (se incluiría el sector de la distribución, donde se suelen negociar amplios plazos de pago a proveedores). Respecto al tamaño, esta submuestra se compone en un 48% de sociedades medianas/pequeñas con facturación entre 21 y 50 M€, seguida de las sociedades pequeñas con facturación entre 15 y 20 M€, que suponen un 29%. Apenas un 3% de las sociedades grandes se encuentran en esta categoría de periodo de pago superior a los 100 días.

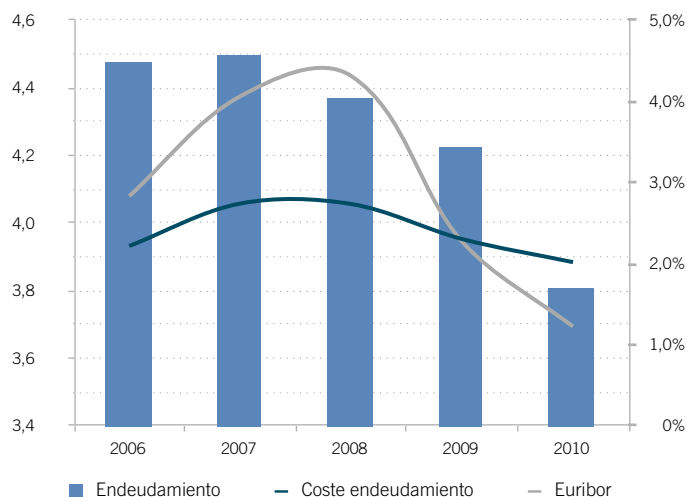
Desde la perspectiva de cobros, el periodo medio se encuentra en torno a 85 días en 2010 (6 por debajo del de pagos), pudiendo ser incluso inferior si se consideran los saldos dudosos de cobro que se mantienen en cuentas deudoras. Existen diferencias significativas en el PMC en función del tamaño: las sociedades de menor dimensión (15-20 M€) se ubican en el rango superior, con un plazo de 88 días (1.7 días menos que el año previo), mientras que las empresas con facturación superior a 51 M€ no alcanzan los 75 días en promedio. A pesar de ello, se trata de un plazo decreciente en cualquiera de los segmentos como se puede comprobar en el gráfico 46. Esta realidad puede venir explicada por el hecho de que las grandes sociedades tienen un poder de negociación

En lo que se refiere a la financiación puramente comercial, en los últimos años ha cobrado mayor peso, sobre todo desde el año 2008. A pesar de ello, en 2010 se observa que esta proporción decrece (aunque muy levemente y sólo en las menores de 400 M€) a nivel global promedio, lo que concuerda con lo mencionado acerca de la composición del endeudamiento: el crédito comercial pierde fuerza y se opta por otras fórmulas que permitan atender los pagos a mayor plazo. La generación de circulante resulta complicada. Esto motiva que los vencimientos se negocien a plazos mayores con el fin de ganar un margen de tiempo superior. En definitiva, desde el punto de vista acreedor, la financiación comercial reduce su peso. No hay que perder de vista que una reducción de la proporción de acreedores sobre el exigible también puede venir motivada en numerosos casos por un menor nivel de actividad, pero en la muestra analizada, y hablando de términos promedio, los gastos de explotación incurridos han aumentado un 10% en el último año, con lo cual, se corrobora el que la financiación comercial muestra signos de debilidad.

Visto desde el lado del crédito comercial otorgado por la muestra, se observa la tendencia contraria, siendo la explicación idéntica: se está concediendo un menor crédito a los clientes, con el fin de adelantar cobros que a su vez permitan mantener el flujo del circulante. Aunque la caída en la proporción de deudores comerciales sobre el total de activo corriente no es significativa (a excepción de 2009 donde cae un 8%), sí que pone de manifiesto una tendencia decreciente.

En línea con lo anterior, un análisis de la solvencia, medida como la relación entre el activo corriente y el pasivo corriente, presenta una media superior a la unidad, lo cual es signo de una estructura financiera equilibrada con fondo de maniobra positivo para la empresa. Esta relación experimenta una mejora continua desde 2007 en los segmentos con facturación inferior a 100 M€: al no incrementarse la financiación comercial, que es la que por norma tiene un vencimiento a corto plazo, las empresas logran una mayor cobertura de sus deudas con vencimiento inferior a un año con los propios fondos a cobrar en el mismo plazo. Como se ha visto, la deuda concedida a clientes y otros deudores comerciales se ha visto levemente reducida aunque ello se compensa con el incremento de activos más líquidos como la tesorería. Ésta última aumenta cerca de un 4% en el último ejercicio, lo cual redundará en la liquidez inmediata positivamente aunque a su vez conlleva un coste de

Gráfico 47. Nivel de endeudamiento, coste y euribor (2006-2010).
Eje principal: Nivel de endeudamiento. Eje secundario: Tipos de interés.



Fuente: axesor.

oportunidad. La incertidumbre de los mercados financieros ya en 2010 y la falta de confianza podrían haber motivado el que se opte por mantener niveles más elevados de efectivo en lugar de inclinarse por inversiones de carácter financiero que optimicen la gestión de la tesorería.

En definitiva, las tasas de variación respecto a 2009 muestran un estancamiento de la financiación comercial con tendencia decreciente. Al reducirse el acceso al crédito bancario las sociedades se ven obligadas a adelantar sus cobros, lo que acaba repercutiendo en unos plazos de pago inamovibles. No cabe esperar por tanto una mejora de la financiación por la vía comercial.

9.6. Coste de financiación

Centrándonos en el coste de la financiación, en el gráfico 47 podemos ver como a medida que avanzan los años analizados, se produce una reducción del coste de la financiación (medido como gastos financieros sobre total de recursos ajenos), aunque no muy significativo, pues en el periodo analizado la diferencia global no alcanza los 20 puntos básicos. Además, hay que tener en consideración que la mayor parte de la deuda contraída con entidades de crédito se referencia al Euribor y éste sigue una trayectoria decreciente en los últimos años, que debería conllevar un ahorro para los acreedores en lo que a gasto financiero se refiere mayor del experimentado, pues como se observa, la caída de Euribor ha sido acentuada.

De cualquier modo, la constante volatilidad actual de la prima de riesgo española no contribuye a la estabilidad de los spread repercutidos al sector empresarial, pudiendo por tanto incrementarse los tipos reflejados por la banca si la situación financiera global continúa desequilibrada.

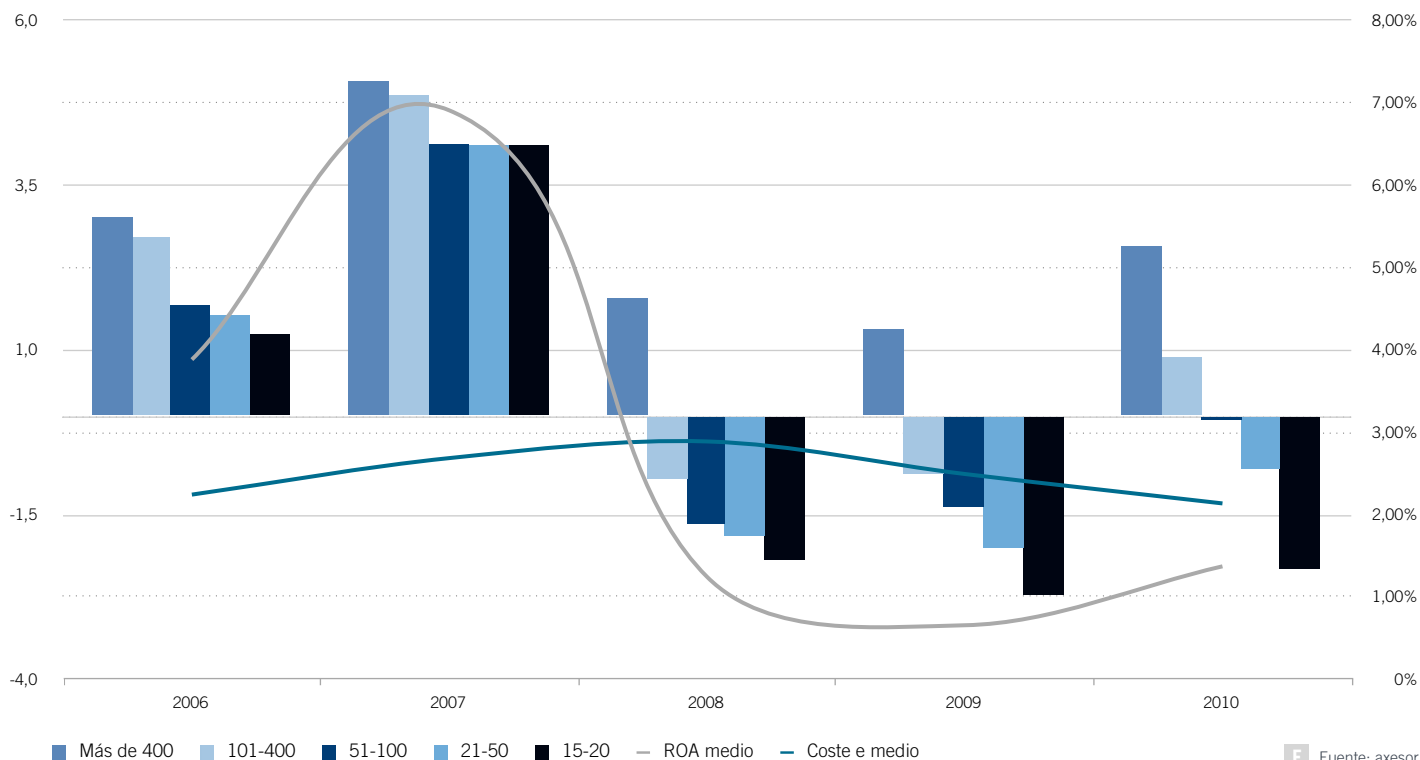
Resulta interesante analizar el efecto del apalancamiento financiero y sus consecuencias en el ámbito de la financiación. Partiendo de la rentabilidad económica obtenida por las sociedades analizadas (es decir, el resultado generado de la actividad excluyendo gastos financieros puesto en relación con el activo total necesario para el desempeño de tal actividad) se observa una fuerte caída en 2008 que mantiene la rentabilidad en los años siguientes por debajo del 1,5% o en el caso del segmento de 15 a 20 M€, incluso nula. No es factible por tanto mantener la deuda al actual coste financiero, pues si la propia actividad no reporta beneficio alguno, el mantener el coste de la deuda (por bajo que sea) implica pérdidas en términos de rentabilidad financiera. Este hecho queda reflejado en el gráfico 48 siguiente, que muestra la desviación entre la rentabilidad económica y el coste de endeudamiento, medida en puntos porcentuales.

Mientras la rentabilidad económica media se ha situado en valores superiores al coste de mantener los activos que la sustentaban, nos hemos encontrado con un margen de rentabilidad favorable al accionista que permitía la reinversión y la mejora de productividad del negocio. Sin embargo, en el momento en que el coste financiero supera el rendimiento de actividad, éste apalancamiento negativo únicamente consigue empeorar la situación.

Los datos en 2010 ya muestran la problemática, pero si consideramos los tipos de interés de 2012, la situación podría haberse agravado: según informa el BCE, el coste de la financiación en España supera en más de 200 pb el coste de nuestros países vecinos como Alemania y Francia. El riesgo país que asumen nuestras empresas puede llegar a ser insostenible si la rentabilidad no acompaña esta tendencia.

A excepción de las grandes empresas, las cuales obtienen un apalancamiento financiero positivo cercano a 3 puntos en 2010, el resto se está viendo perjudicado por el coste de su deuda al ser éste superior a la rentabilidad de su actividad. Este exceso lo soporta íntegramente el accionista, pues el apalancamiento financiero queda reflejado en la rentabilidad financiera que éste percibe. Por tanto, de lo anterior se deduce que para solventar la crítica situación que atraviesan las compañías de menor tamaño, se requiere la búsqueda de alternativas de financiación. De este modo, se lograría el capital suficiente para que la

Gráfico 48. Evolución ROA, coste endeudamiento y apalancamiento financiero.
Eje principal: nivel apalancamiento.



actividad resurgiera (visto que continúa siendo rentable en términos medios) y se fomentaría un mayor crecimiento de la economía en su conjunto que nos haría ganar competitividad.

Como dato a destacar, el 12% de las sociedades en 2010 tienen un ratio de endeudamiento alto, con un nivel de exigible sobre patrimonio neto superior a 7. El 83% de éstas, presentan un apalancamiento financiero negativo. Es decir, si sus costes financieros no se ven aminorados, deberán continuar recurriendo a deuda para saldar su corriente de pagos, lo cual podrá conllevar el cese de actividad al ser esta situación prolongada insostenible.

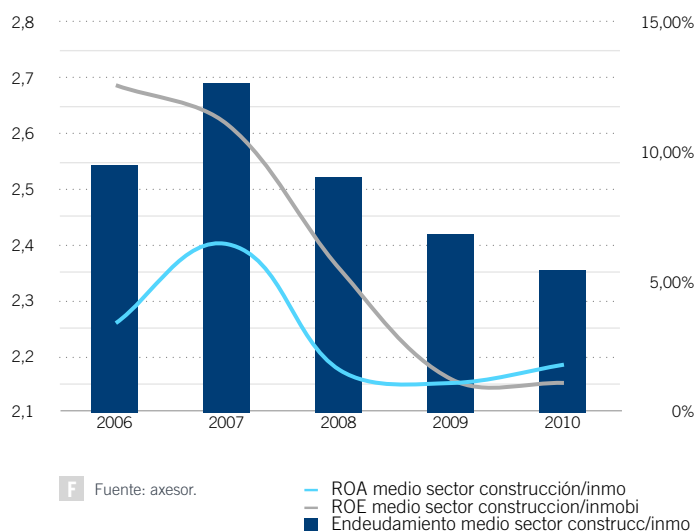
Como resultado del efecto descrito en el párrafo anterior, es inevitable un deterioro de las rentabilidades financieras de las sociedades analizadas. El rendimiento de las aportaciones de los accionistas cae en media más de un 22%, siendo esta caída aún mayor en las grandes corporaciones. Aún así, su actividad sigue siendo rentable para los accionistas con un 8% en el segmento de más de 400 M€ de facturación. Son las más pequeñas las que aportan una retribución negativa al capital de sus socios: en el rango de 15 a 20 M€ encontramos rentabilidades negativas en los dos últimos ejercicios (-2.60% en 2010) a causa de las pérdidas experimentadas y la tendencia general de la muestra es de decrecimiento.

Este hecho, desincentiva totalmente la apuesta por la inversión de los accionistas, que en años venideros, podrían prestar menos apoyo a las sociedades españolas, con la negativa repercusión que la falta de financiación propia sumada a la ajena provocaría en la economía.

Los sectores con una pérdida de rentabilidad financiera más pronunciada son los de las ramas de industria y comercio, seguidos del sector construcción.

Concretamente, en el sector construcción y promoción inmobiliaria podemos ver como el menor acceso a la financiación ha venido acompañado de una caída de la rentabilidad desde el punto de vista financiero. En el aspecto económico, la rentabilidad económica muestra un leve repunte en 2010, pero aún así el rendimiento económico es mínimo (1.8% en promedio).

Gráfico 49. Endeudamiento medio, ROA y ROE sector construcción.
Eje principal: Nivel de endeudamiento. Eje secundario: Rentabilidades.



9.7. Holdings empresariales y financiación

Ante estas negativas circunstancias cabe preguntarse si la pertenencia a un grupo empresarial favorece la financiación a las empresas subsidiarias. Es una práctica cada vez más habitual que las empresas pertenecientes a un grupo optimicen sus recursos con sistemas centralizados de tesorería, otorgando a las sociedades con necesidad de financiación los excedentes de aquellas que presentan superávit.

Sin embargo, el resultado empírico nos indica que las empresas que forman parte de un holding, sufren de igual modo las restricciones crediticias y han visto reducida la proporción de deuda en términos relativos que obtenían de sus matrices y resto del grupo en general en el último año y para todos los tamaños analizados. La bajada de las rentabilidades, el empeoramiento económico del país y la continua incertidumbre de los mercados, pueden motivar la reducción del apoyo financiero a las sociedades españolas.

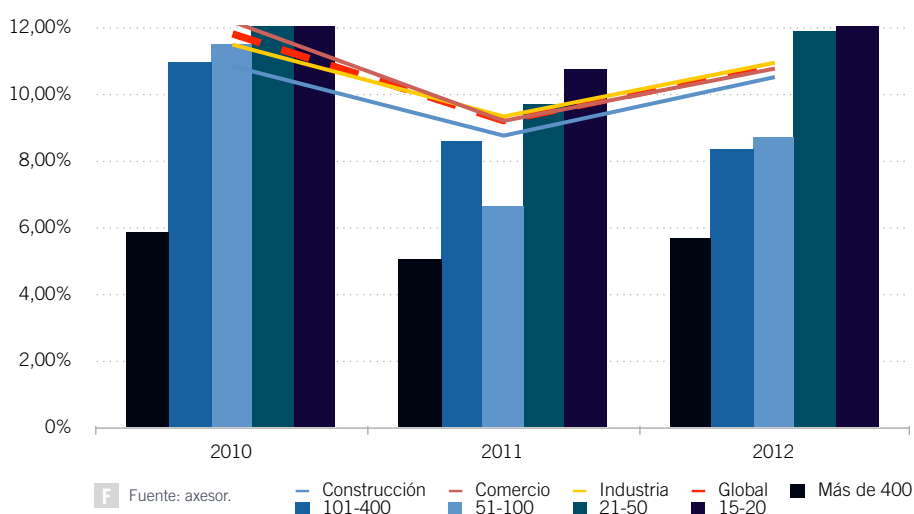
La mitad de las sociedades analizadas muestran saldo positivo en las partidas de empresas del grupo y asociadas, lo que indica su pertenencia a un grupo, ya sea como matriz, subsidiaria o asociada. De éstas, un 57% ha experimentado reducción de los saldos acreedores por parte de su grupo (muy significativo en la mitad de los casos). Lógicamente, se observa que el mayor descenso de deuda otorgada por empresas del grupo y asociadas se produce casi en el 60% de los casos en sociedades con descenso de beneficio o pérdidas.

Por tanto, la financiación por la vía corporativa para las sociedades pertenecientes a un grupo, también vislumbra signos de debilidad con tendencia negativa.

9.8. Probabilidad de insolvencia

Lo hasta aquí mencionado tiene un negativo reflejo en el scoring de las sociedades analizadas, a través del cual observamos un crecimiento de la probabilidad de incumplimiento. Este mayor riesgo de insolvencia, que en 2012 se sitúa en promedio en el 10.8%, pudiera frenar aún más la capacidad de endeudamiento del tejido empresarial aquí contemplado.

Gráfico 50. Evolución de la probabilidad de incumplimiento por tamaño y sectores.



El gráfico indica que el promedio global de la calidad crediticia tiende a empeorar en el último ejercicio, sea cual sea el sector o tamaño de la sociedad. Las que mayor deterioro sufren en su probabilidad de default son aquellas con facturación entre 21 y 100 M€, con una tasa de variación anual conjunta del 37%.

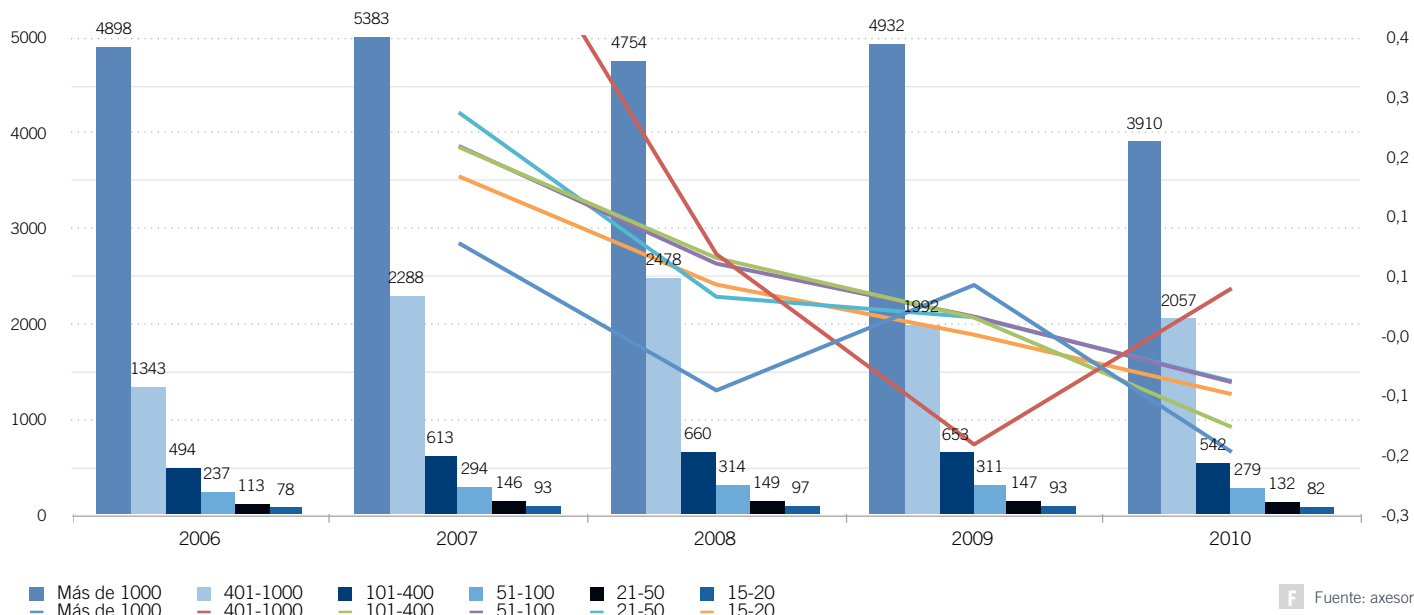
Si se lleva a cabo una comparativa entre los tipos de interés asumidos según cuentas de 2010 y las probabilidades de default asociadas a las distintas sociedades (en el año anterior), se observa una relación positiva y creciente entre riesgo y coste de financiación: conforme más elevado es el riesgo de insolvencia medido por el scoring de Axesor, mayor es el coste de financiación soportado por las compañías.

9.9. Efectos en el empleo

En lo que respecta al nivel de empleo los resultados no son más optimistas. Desde el inicio de la crisis en 2008, las sociedades analizadas han prescindido de un 15% de sus plantillas, lo que en términos netos se traduce en un total de 291.733 desempleados.

En el gráfico siguiente se representan las tasas de variación medias interanuales junto con el número de empleados medio por segmento. En este caso el segmento de grandes corporaciones se ha dividido en dos categorías [401-1000] y más de 1.000 para no desvirtuar la realidad de la muestra.

Gráfico 51. Evolución nº de empleados y tasas de variación.



Por lo tanto, podemos ver como existe una relación directa entre la reducción de recursos financieros, el beneficio obtenido y el desempleo: a pesar de que en términos medios la facturación y rentabilidad de estas sociedades no decrece, la carencia de fondos les ha obligado a ajustar sus estructuras a niveles sostenibles para el nuevo entorno en el que compiten.

9.10 Conclusiones

La realidad de la base de datos analizada muestra un recrudecimiento del acceso a la financiación por parte de las empresas españolas, sobre todo desde 2009. Se observan restricciones tanto en los recursos de carácter financiero, como en los comerciales (a excepción de las grandes corporaciones de más de 1.000 M€, que no sufren las mismas limitaciones que el resto).

La inversión sin embargo (medida a través de la variación en activo no corriente) evoluciona en positivo, con lo cual, las sociedades se ven obligadas a aumentar sus fondos propios para autofinanciarse, a excepción de las empresas más pequeñas (facturación inferior a 20 M€ que supone el 23% del total), las cuales están incurriendo en pérdidas y no tienen por tanto capacidad para hacer frente a la demanda de financiación no satisfecha.

La dependencia de fondos financieros es considerable, existiendo en el segmento de sociedades con facturación inferior a 50 M€ más de un 30% de deuda no comercial sobre el total del exigible. La proporción de este tipo de deuda sobre el ebitda generado empeora conforme el entorno económico decae, frenando aún más el acceso al crédito.

Por otro lado, el coste de la financiación no se comporta proporcionalmente al Euribor o al interés bancario del resto de la zona euro, lo que provoca un deterioro de la rentabilidad que en muchos casos puede ser insostenible.

Tampoco se observa respaldo financiero hacia las sociedades que pertenecen a holdings empresariales, pues las dificultades están muy globalizadas. Se ha producido una reducción de los aportes financieros del grupo en la mayoría de las sociedades que han reducido su beneficio.

Todo ello afecta de desfavorablemente al riesgo de insolvencia de las compañías analizadas, suponiendo ello un freno tanto para la contratación de préstamos como para las condiciones impuestas, y en definitiva, para la continuidad de su actividad y crecimiento en todos los sentidos: los efectos sobre el empleo están siendo nefastos por la necesidad de adecuar sus estructuras a la realidad a la que se enfrentan.

En definitiva, resulta evidente la necesidad de nuevas fuentes de financiación dirigidas a las pequeñas y medianas empresas españolas. La dependencia bancaria es excesiva y los tipos de interés no competitivos. Aunque los aumentos de capital social han crecido en los últimos años apostando el accionariado por la recuperación de sus negocios, el apoyo de estos recursos propios podría ver su fin si la tendencia continúa negativa. Dadas las circunstancias, el nivel de liquidez otorgado por las entidades se ha visto muy restringido y tampoco se vislumbra una mejora del crédito comercial o corporativo. El contar con los recursos necesarios no sólo aportará dinamismo a la economía, sino que podrá evitar que el escenario actual continúe en decadencia.

10. Mercado alemán de deuda para Pymes

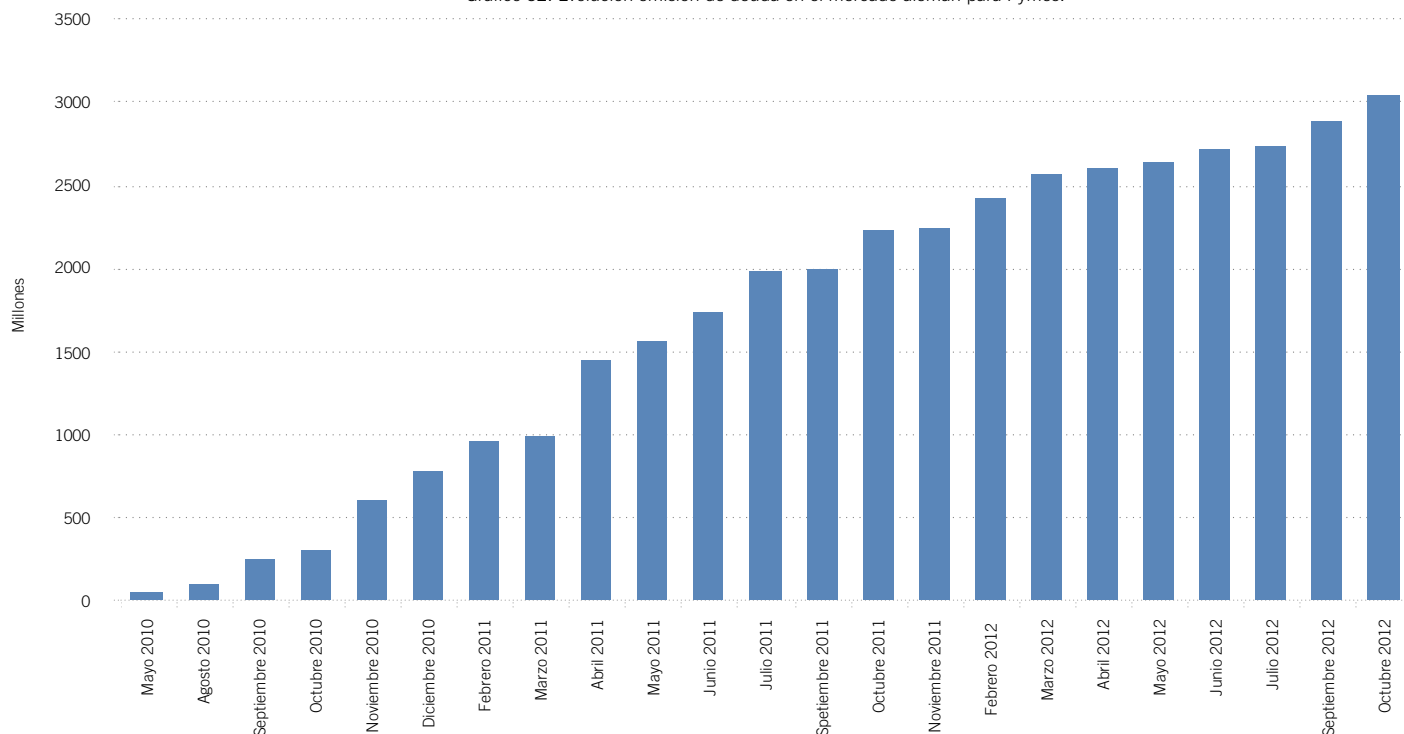
A raíz de la crisis financiera internacional en la que las necesidades de financiación se vieron acentuadas y la escasez de crédito bancario cobró mayor protagonismo, en Alemania surge una alternativa de financiación para el sector que más dificultades encuentra en el acceso al crédito financiero y peores condiciones obtiene: el segmento de pequeñas y medianas empresas.

Las sociedades de pequeña y mediana dimensión son quienes más sufren los efectos de la crisis al ser éstas las que más dificultades encuentran a la hora de acceder a la financiación de tipo bancario, posicionándose esta problemática entre sus principales preocupaciones según la encuesta elaborada por el Banco Central Europeo.

De forma análoga a lo sucedido en España, en 2010 ya se vislumbraba una menor liquidez en los mercados alemanes, con una reducción de préstamos concedidos en relación al PIB que continuó decreciendo en años posteriores. Además, el éxito en la contratación de financiación bancaria por parte de las Pymes pasó de un 85,3% en 2007 a un 75,9% en 2010. Es decir, una de cada cuatro demandantes de financiación, lamentablemente no lograba obtenerla.

Según BaFin (Federal Financial Supervisory Authority en Alemania) en marzo de 2010 la banca alemana comenzó a sufrir un gran revés, cuando la crisis del euro se extendió más allá de Grecia. Los bancos alemanes fueron particularmente afectados por la exposición a los países periféricos de la zona euro. Además, sus balances ya mostraban cierta incertidumbre y los ingresos eran dudosos. Si a ello sumamos la amenaza de la nueva regulación Basilea III, el riesgo era aún más palpable. En ese año, los spread de CDS a 5 años de los principales bancos alemanes, alcanzaron máximos históricos a causa del riesgo asociado.

Gráfico 52. Evolución emisión de deuda en el mercado alemán para Pymes.



F Fuente: Bolsa Düsseldorf-Stuttgart-Hannover y Frankfurt.

10.1 Orígenes y características del mercado

Ante este escenario, a mediados de 2010, surge una alternativa a la perjudicada vía de financiación bancaria: un mercado de bonos corporativos donde las pequeñas y medianas empresas podrían emitir sus propios títulos de deuda y lograr su ansiada financiación. En el mes de mayo la bolsa de Stuttgart lanza al mercado la primera emisión de deuda fija corporativa por 50 millones de euros para financiar a una empresa de energía renovable. Pocos meses después, se unen las bolsas de Frankfurt, Düsseldorf y Hamburg/Hannover, donde cotizan ya 53 emisiones de diversos sectores con un volumen de deuda emitido superior a 3.000 M€ de euros a día de hoy. Se espera que la bolsa de Munich se una a esta iniciativa a finales de año.

Los bonos de este middle market no sólo están dirigidos a inversores institucionales, sino que cualquier inversor particular puede acceder a ellos aunque cabe destacar que hay ciertas emisiones mayoritariamente dirigidas a grandes inversores.

Para que dichos bonos tengan éxito, es imprescindible que los emisores cuenten con un rating que avale la calidad crediticia de la sociedad a endeudarse. La posesión de un rating traslada a los inversores una mayor garantía y confianza en términos de solvencia, además de permitir fijar la rentabilidad de la inversión (o coste de la financiación) de un modo objetivo y preciso en función del riesgo. El tener un rating es una imposición expresa en todas las bolsas excepto en la de Hannover/Hamburg (a menos que la sociedad ya cotice en bolsa). Además, se ha evidenciado que los inversores esperan de estas compañías que obtengan una calificación externa.

De hecho, casi el 75% de las empresas que emiten deuda en el mercado alemán cuentan con un rating que valora su riesgo de insolvencia. De este modo, los inversores pueden conocer de antemano el riesgo al que se someten antes de invertir y se evita la reticencia ante el desconocimiento.

Todas las emisiones cuentan con un rating mínimo de B, lo que se traduce en una probabilidad de default aproximada del 1,5%. Hay una proporción importante de emisiones cuyo rating es superior, superando incluso a la calificación de ciertos países europeos. La bolsa de Düssel-

dorf va más allá y exige a sus emisores un rating mínimo de BB. Esto posiciona a la renta fija corporativa como una alternativa de inversión fiable y segura.

Aunque no se obliga a que las emisiones estén garantizadas por un banco de inversión, es habitual que las bolsas requieran un listing sponsor experto que realice un seguimiento de las obligaciones del emisor aportando un punto más de garantía a los inversores (actúa en cierto modo de consultor para la sociedad).

La rentabilidad media que ofrece este tipo de inversión se sitúa en torno al 7.5% sin riesgo de variación en el tiempo, pues se trata de una inversión en renta fija. En cualquier caso, el tipo de interés ofrecido por los emisores es acorde a la calidad crediticia de estos. Es decir, conforme más alto sea el riesgo de insolvencia, los cupones ofrecidos como contrapartida son más elevados. El rating es un mecanismo objetivo para adecuar la retribución de la inversión al riesgo de la misma. Aunque exista una correlación entre rating y coste de financiación, se observa que en ocasiones una misma compañía que emite en distintos momentos del tiempo se ve obligada a fijar distintos cupones a causa de la influencia del entorno (viéndose afectada entre otros aspectos por la prima de riesgo).

En cuanto a los importes negociados, el volumen mediano de emisión de las actuales compañías es de 35 M€, siendo el plazo más habitual de vencimiento 5 años. Entre las deudas actualmente en circulación, encontramos volúmenes desde los 10 hasta los 150 M€.

A pesar de que el acceso a la financiación bancaria en este segmento sufre a día de hoy una menor presión, el mercado de bonos sigue recibiendo solicitudes y es acogido favorablemente por los inversores, quienes cuentan con una mayor oferta para diversificar y rentabilizar su capital.

Como muestra el gráfico 52, en los últimos 24 meses se observa una evolución espectacular del volumen de emisiones negociadas en Alemania, continuando esta cifra su crecimiento actualmente, lo cual es un claro indicativo del éxito de este recurso entre las medianas empresas alemanas.

Esta inyección de fondos permite a las empresas alemanas afrontar las oportunidades existentes de internacionalización y generación de valor añadido por I+D para ser competitivas, poder crecer, generar empleo y riqueza.

En cuanto a las obligaciones impuestas para acceder a este mercado, entre otras podemos destacar la publicación de un folleto informativo aprobado por BaFin, donde aparecen todos los detalles de la emisión, la auditoría de las cuentas anuales, elaboración de informes semestrales, suministro del perfil corporativo y la publicación de un calendario. En general, al estar dirigida la emisión a cualquier público, conforme más información se comunique al mercado, mayor será la transparencia y por tanto cabrá esperar una respuesta más favorable.

De cualquier modo, es cada bolsa la que establece libremente sus exigencias a la hora de admitir a cotización un bono.

10.2. Perfil de los emisores

Actualmente existen 48 emisores en este mercado de deuda corporativa (algunos de ellos con más de una emisión vigente).

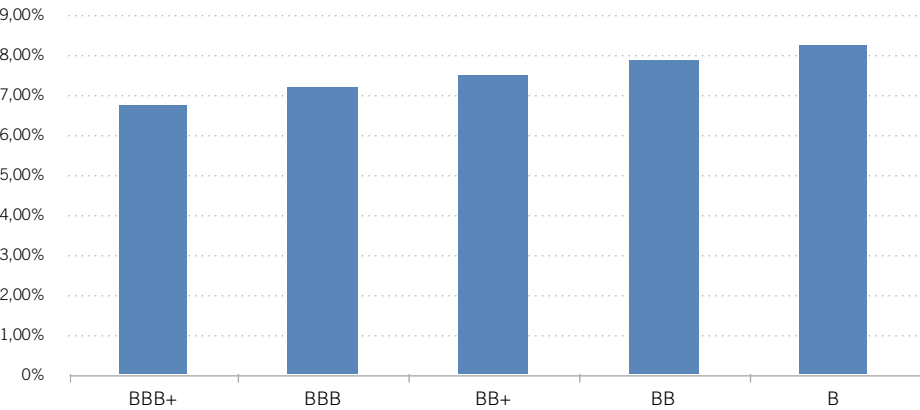
Profundizando en las características de las sociedades emisoras de bonos, encontramos una interesante diversidad: desde sociedades con una facturación de 17 M€ hasta grandes corporaciones con más de 4.500 M€ en casos excepcionales, aunque los ingresos medios de estos emisores alcanzan los 478 M€. Si tomamos como valor representativo la mediana de la facturación, con el fin de eliminar datos extremos y tal como recoge la tabla 2, obtenemos una cifra de ingresos de 144 M€, que combinado con el activo mediano de 135 M€, concuerda con la tipología de empresa de tamaño medio en Alemania.

La ratio de cobertura de intereses media de los emisores supera 3 veces su EBIT, lo cual es un indicio de que la financiación bancaria contraída no es muy elevada (corroborándose la dificultad de acceso al crédito) y acuden por tanto a fórmulas alternativas.

Como muestra el gráfico 53, 1 de cada 4 de las empresas emisoras operan en el sector de energías renovables, seguidas por los sectores industriales y de consumo. Teniendo en cuenta que en la economía alemana tiene un peso importante el sector industrial, resulta lógica la proporción de emisores de esta rama. Por otro lado, los sectores más innovadores como pudiera ser el de energías renovables, conllevan un mayor riesgo intrínseco en su actividad por la novedad, mostrándose menos atractivos para las entidades financieras, lo que supone una dificultad adicional para financiarse. Este mercado se les plantea por tanto como una alternativa muy atractiva.

Como se ha mencionado, en torno al 75% de las emisiones cuentan con rating, siendo directamente proporcional la retribución a los inversores con el riesgo valorado por la calificación crediticia como se puede ver en el gráfico. Aquellas sociedades que no disponen de rating, tienen cupones más elevados que el resto, encareciéndose su financiación. Se aprecia como un mejor rating rebaja el coste de la deuda hasta en 150 puntos básicos, suponiendo por tanto un ahorro considerable en gasto financiero.

Gráfico 54. Tipo medio de la emisión en función del rating.



F Fuente: Bolsa Düsseldorf-Stuttgart-Hannover y Frankfurt.

Los ratings se utilizan para medir la calidad crediticia del emisor obteniéndose como resultado la solvencia esperada a un año. Analizando la distribución de riesgo de los emisores, se observa que todos ellos cuentan con un rating mínimo de B. Sin embargo el rating más común de estas sociedades es BBB. Es decir, se encuentran en grado de inversión no especulativa.

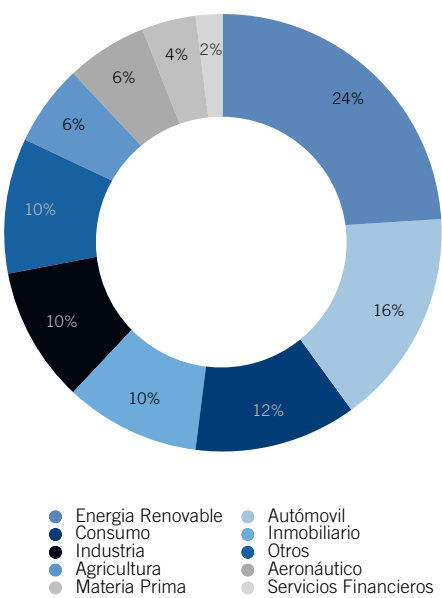
Todos los ratings son publicados por agencias certificadas oficialmente por el organismo supervisor europeo de mercados y valores (ESMA). Concretamente, la agencia Creditreform Rating AG,

Por otro lado, los sectores más innovadores como pudiera ser el de energías renovables, conllevan un mayor riesgo intrínseco en su actividad por la novedad, mostrándose menos atractivos para las entidades financieras, lo que supone una dificultad adicional para financiarse. Este mercado se les plantea por tanto como una alternativa muy atractiva

Tabla 2

Principales datos	Importes
Volumen negociado total	2700 M€
Nº emisiones	53
Nominal mínimo emisión	1000€
Volumen medio emision	50 M€
Facturación mediana emisores	144 M€
Activo mediano emisores	135 M€
Interés medio	7,58%
Rating medio	BBB

Gráfico 53. Sectores emisores de deuda en Alemania.



F Fuente: Bolsa Düsseldorf-Stuttgart-Hannover y Frankfurt.



autorizada como CRA desde 2009 y líder del sector (cerca de 500 M€ de facturación y más de 4.500 empleados), es quien otorga la práctica totalidad de los ratings en este mercado (el 82%) dada su especialización en el segmento pyme.

En cuanto a los volúmenes negociados, la emisión media se sitúa en 45 M€ a un tipo de interés medio del 7.58%. Cerca de $\frac{3}{4}$ partes de las emisiones están por debajo de los 50 M€. Sin embargo, encontramos emisiones desde los 10 M€, cantidad muy accesible para las compañías de menor dimensión.

El importe nominal de los bonos parte de 1.000 €, quedando muy por debajo de los tradicionales bonos corporativos. Por tanto, permite invertir cualquier tipo de cantidad sin restringirse a grandes capitales. Esto hace aún más atractivo al público y dinámico el mercado.

Respecto a los plazos de vencimiento, el 85% de los títulos vencen a 5 años, aunque existen vencimientos puntuales a 3, 6 y 7 años.

Se trata por ende de una inversión a medio plazo, aunque sin excesiva inmovilización, debido a que al existir un mercado regulado, es posible su negociación, dotando así a la inversión de mayor grado de liquidez (las distintas bolsas alemanas disponen de plataformas donde gestionar estos activos virtualmente, incluso para inversores particulares). Además, al ser una inversión en renta fija, salva en mayor medida la volatilidad de otras inversiones como las acciones en bolsa, tan afectadas por la evolución de la situación económica del país.

Otro argumento a favor de su mayor seguridad frente a las acciones en bolsa, es el hecho de que ante una posible declaración de quiebra o insolvencia, los acreedores de este tipo de deuda tendrían preferencia de cobro ante los accionistas. En cualquier caso, la oferta es variada, lo que permite diversificar los fondos y por tanto reducir el riesgo de cartera.

En definitiva, la iniciativa de crear un *BondM* en Alemania donde las sociedades puedan emitir sus títulos de deuda, ha supuesto una clara alternativa a la ralentizada financiación de tipo bancario. Dada la dura situación económica a nivel global que atraviesa Europa, resulta completamente imprescindible un mayor aporte de fondos a las sociedades con más potencial de crecimiento, que no son otras que las que dotan al país de inversión productiva, innovación, empleo y crecimiento, pero que por su tamaño y las anómalas circunstancias financieras, no tienen opción a la financiación tradicional.

11. El mercado de deuda corporativa en España. Una alternativa de financiación para empresas de mediana dimensión.

Como ha quedado patente a lo largo del presente informe, la situación del tejido empresarial español es crítica, si bien con una importante excepción: un grupo de Pymes de mayor dimensión, con actividades y mercados más y mejor diversificados, sin excesiva deuda y muy bien gestionadas, además de las grandes multinacionales cuyo comportamiento no sigue la misma línea.

Ello no es óbice para haber destacado las graves dificultades financieras por las que atraviesan las Pymes aún activas, cuya situación probablemente se ha deteriorado más en 2011 y 2012, (periodos para los que no se dispone aún de información de la mayoría de Pymes y por tanto no incluidos en nuestro análisis financiero), a juzgar por las cifras de concursos de acreedores y bajas oficiales de empresas que, según nuestras previsiones, alcanzarán cifras históricas a finales de 2012, superando los 7.500 procedimientos los primeros y los 29.000 cierres los segundos. Los cierres reales alcanzan cifras muy superiores. Según nuestras estimaciones, la pérdida neta de tejido productivo se elevará a 45.000



sociedades en 2012. España fue el país de Europa con un mayor crecimiento acumulado de los procedimientos formales de insolvencia entre 2008 y 2011.

También hemos insistido en que ahora más que nunca, resulta crucial la obtención de fondos para poder sostener la situación, mantener la estructura productiva o llevar a cabo los proyectos de inversión que permitan expandir nuestra economía. Si a esto sumamos el que importantes entidades financieras españolas se han visto abocadas al rescate bancario internacional, la realidad a la que se enfrenta el parqué empresarial español es aún más dura.

Son las pequeñas y medianas empresas las que mayores dificultades de acceso al crédito encuentran, pues su capacidad de negociación queda mermada por su tamaño. De hecho, la última encuesta llevada a cabo por el Banco Central Europeo a este segmento de empresas en 2012, pone de manifiesto que la obtención de financiación se posiciona como la segunda preocupación en importancia de las Pymes, solo detrás de la consecución de clientes.

A lo anterior tenemos que sumar la fragmentación de la eurozona, lo que ha provocado que el tipo de interés al que se emite crédito nuevo (deuda <1 M€) a las sociedades no financieras supere en los países de la periferia los 246 puntos básicos sobre los tipos aplicados a las empresas situadas en el núcleo, como es el caso de Alemania o Francia, a pesar de que el Euribor se encuentra en mínimos históricos. En España, el tipo de interés para los créditos inferiores a 1 M€ a empresas, alcanza el 6.5% mientras que en Francia y Alemania apenas supera el 4%. La tendencia del coste de la financiación es creciente, ya que la entrada en vigor de Basilea III impondrá mayores exigencias a los bancos que estos acabarán repercutiendo en el cliente. Esto hace que las circunstancias se agraven aún más, pues como ya se ha podido comprobar tras el análisis de la estructura financiera de las sociedades españolas, la caída de

la rentabilidad junto con la subida de los tipos de interés, provoca un efecto apalancamiento financiero negativo que puede desembocar en una situación insostenible.

El diferencial tan marcado entre el coste de financiación de las empresas españolas frente a las alemanas o francesas, aún teniendo un tipo de interés único, viene marcado por la alta volatilidad de los mercados e incertidumbre sobre nuestro país que cada día se refleja en la prima de riesgo y cuyos efectos repercuten de forma directa en todas las operaciones de riesgo asociado al país. Desde 2008 no se habían advertido tipos de interés tan altos, y el que la diferencia entre España y otros países sea tan significativa, resta competitividad a las empresas españolas.

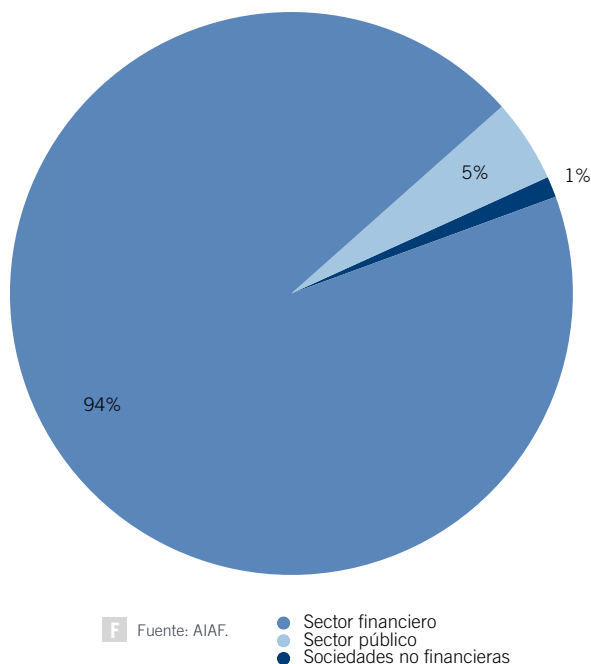
Por otro lado, el panorama del sistema financiero español no es más favorable. Las entidades financieras españolas están llevando a cabo una reestructuración de sus balances para poder optar a un mayor grado de liquidez. Tradicionalmente las cajas de ahorro y pequeños bancos han estado más focalizados en el segmento Pyme, mientras que los grandes bancos concentraban sus operaciones en las grandes empresas. Ahora que la presencia de cajas se ha reducido notablemente y que son precisamente las nuevas entidades resultado de las fusiones las que mayores ajustes deben afrontar, el entorno para la Pyme se endurece aún más.

11.1. En búsqueda de nuevas alternativas.

Este escenario propicia un cambio de tendencia: es el momento de que el modelo tradicional de financiación bancaria dé un giro hacia nuevas alternativas más accesibles para el segmento de mediana cuenta, fuertemente afectado por la actual crisis económica como se ha podido comprobar.

Desde el Ministerio de Economía y Competitividad han manifestado su interés en aliviar la problemática, considerando el facilitar el acceso de crédito a las Pymes como prioridad en la agenda política. Ya se han

Gráfico 55. Saldo vivo en circulación por sectores Agosto 2012.



anunciado diversas medidas que podrían impulsar la financiación, pero aún no se ha concretado lo suficiente para lograr una vía de salida.

El Ministerio ha anunciado que se encuentra estudiando la posibilidad de crear un mercado de pagarés emitidos por Pymes, lo cual permitiría a las empresas titularizar sus cobros esperados a corto plazo para conseguir mayor liquidez y financiar su circulante bajo supervisión.

Ya existe un plan en marcha canalizado por el Gobierno (fondos FTPYME) que permite ceder préstamos o créditos a las entidades financieras garantizados por el Estado siempre que cuenten con un rating favorable, para que éstas reinviertan la práctica totalidad de la liquidez obtenida en conceder nuevos préstamos dirigidos a la Pyme. El Ministerio ha anunciado que trabajan en la reforma del fondo de titulización con el fin de ampliar sus resultados y ventajas para la pyme.

La emisión de pagarés ya ha sido utilizada por compañías como Gas Natural, Abertis y Telefónica. El objetivo sería complementar o crear un nuevo mecanismo que se adapte a las necesidades y particularidades de las empresas de menor dimensión.

Otra de las alternativas que se podría contemplar en relación a la anterior es la creación de mercados de emisión de deuda nueva corporativa para medianas empresas mediante bonos de renta fija. Esta práctica es habitual en grandes corporaciones y está muy extendida en países como EEUU, pero en Europa, es un mercado en desarrollo. Únicamente en Alemania se encuentra establecido y, como ya hemos visto, en tan sólo dos años se ha logrado captar más de 3.000 M€.

Actualmente en España ya contamos con un mercado en el que cotiza deuda corporativa, AIAF, pero está compuesto por emisiones de entidades financieras en su mayoría y una minoría de grandes corporaciones. Las Pymes por tanto, no tienen cabida en el mismo.

Un mercado organizado de estas características podría tener buena acogida por parte de los inversores, pues como ya se ha mencionado, en la banca española está sufriendo la mayor fuga de depósitos en la historia del euro. El propio Gobierno ha revelado que productos como los pagarés de empresa pueden posicionarse como instrumentos alternativos a los depósitos bancarios, lo cual es un argumento a favor de la puesta en marcha de nuevas vías de inversión fiables que capten la atención de los inversores para que el capital se mantenga en territorio español. Además, parece previsible que no se lleven a cabo subidas fiscales para los rendimientos obtenidos por la inversión en este tipo de activos.

El acceso al mercado alternativo bursátil se posiciona como otra de las vías que sería necesario facilitar a las medianas empresas, ya que únicamente cotizan en este mercado 21 empresas.

Cualquiera de las vías que finalmente se implementen, requerirán de un apoyo institucional que haga atractivo el mecanismo, tanto por el lado emisor como inversor. Se precisan incentivos que fomenten estas opciones alternativas de modo que su éxito se consolide.

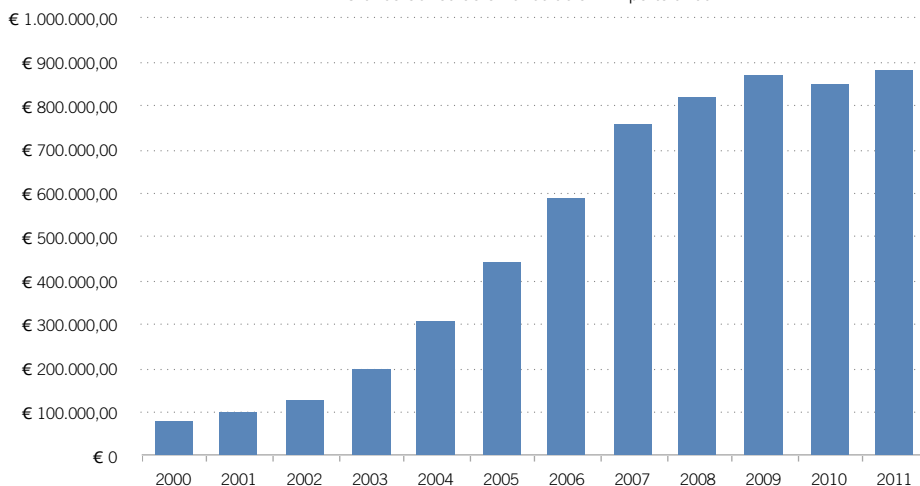
Carecería de sentido que una vez puesto en marcha un mercado para la financiación de las sociedades, no se favorezca la demanda suficiente o no se ofrezcan las facilidades necesarias para la entrada de las medianas empresas, pues de ser así, las nuevas alternativas podrían quedar abocadas al fracaso.

11.2. AIAF.

Este mercado de renta fija perteneciente a Bolsas y Mercados Españoles fue creado en 1987 gracias al impulso del Banco de España. AIAF cuenta con un saldo vivo de deuda admitida a cotización de aproximadamente 900.000 M€, habiendo logrado su récord histórico durante el año 2011. Este saldo vivo, se compone casi en su totalidad por emisiones de entidades de crédito, pues las procedentes de sociedades no financieras suponen un reducido 1,20% sobre el total acumulado en agosto de 2012, tal y como muestra el gráfico 55.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, desde su creación en 1987 ha experimentado un formidable desarrollo, registrando una tendencia de crecimiento a lo largo de los últimos años (únicamente se vio rota en el año 2010, cuando tuvo lugar una disminución en el importe del saldo vivo del 2.41% con respecto al año anterior).

Gráfico 56. Saldo en circulación. Importe anual.



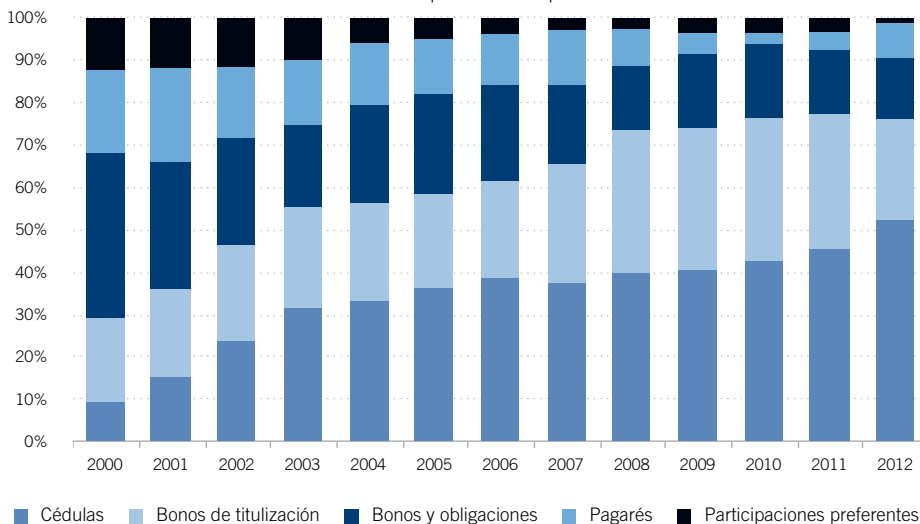
F Fuente: AIAF.

El **gráfico 57** desglosa sectorialmente las emisiones del sector de sociedades no financieras, que representa un exiguo 1,2% del total. Se observa cómo son las empresas del sector de transporte y comunicaciones las que registran más de la mitad de las emisiones (68%), seguidas del sector de energía y agua (16%) y de las petroleras (8%).

Atendiendo al tipo de producto, las cédulas y bonos de titulización son los productos más negociados en 2011, mientras que los pagarés apenas suponen el 4% sobre el total (**Gráfico 58**).

Además, los pagarés también son emitidos casi en exclusividad por entidades financieras como muestra el **gráfico 59**: los pagarés emitidos por sociedades no financieras apenas alcanzan el 0,06% del saldo cotizado en AIAF.

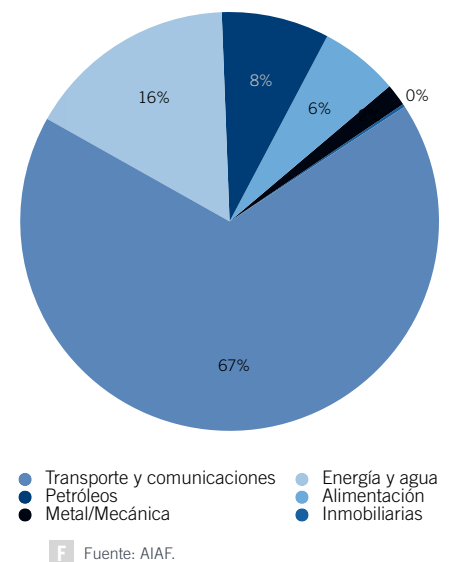
Gráfico 60. Peso específico de los productos financieros.



F Fuente: AIAF.

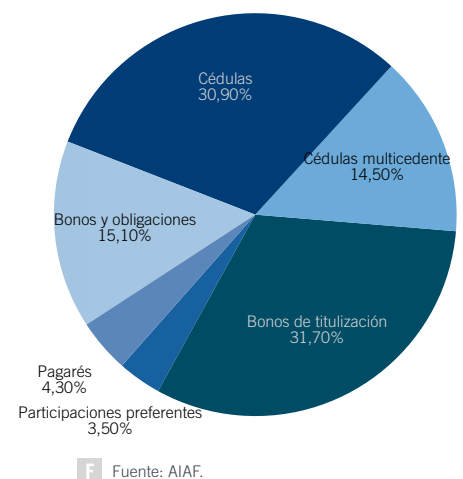
En el **gráfico 60** se detalla la evolución de los productos financieros, las cédulas han aumentado su importancia a lo largo de los últimos doce años. Lo mismo sucede con los bonos de titulización, aunque en el periodo comprendido entre enero y septiembre de 2012, han perdido importancia. En cuanto a los bonos y obligaciones, han tenido una tendencia de crecimiento, sin embargo a raíz de la crisis su peso se ha mantenido constante. Los pagarés han reducido su peso sobre el total de productos financieros, no obstante en 2012 han registrado un ligero aumento. Por último, las participaciones preferentes tienen un peso residual sobre el total de productos financieros.

Gráfico 57. Detalle de las emisiones no financieras Agosto 2012.



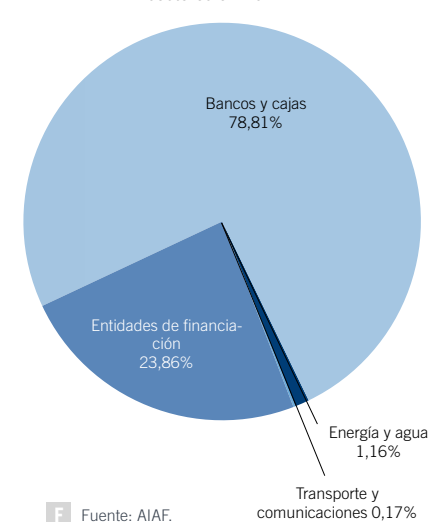
F Fuente: AIAF.

Gráfico 58. Saldo en circulación por tipo de producto.



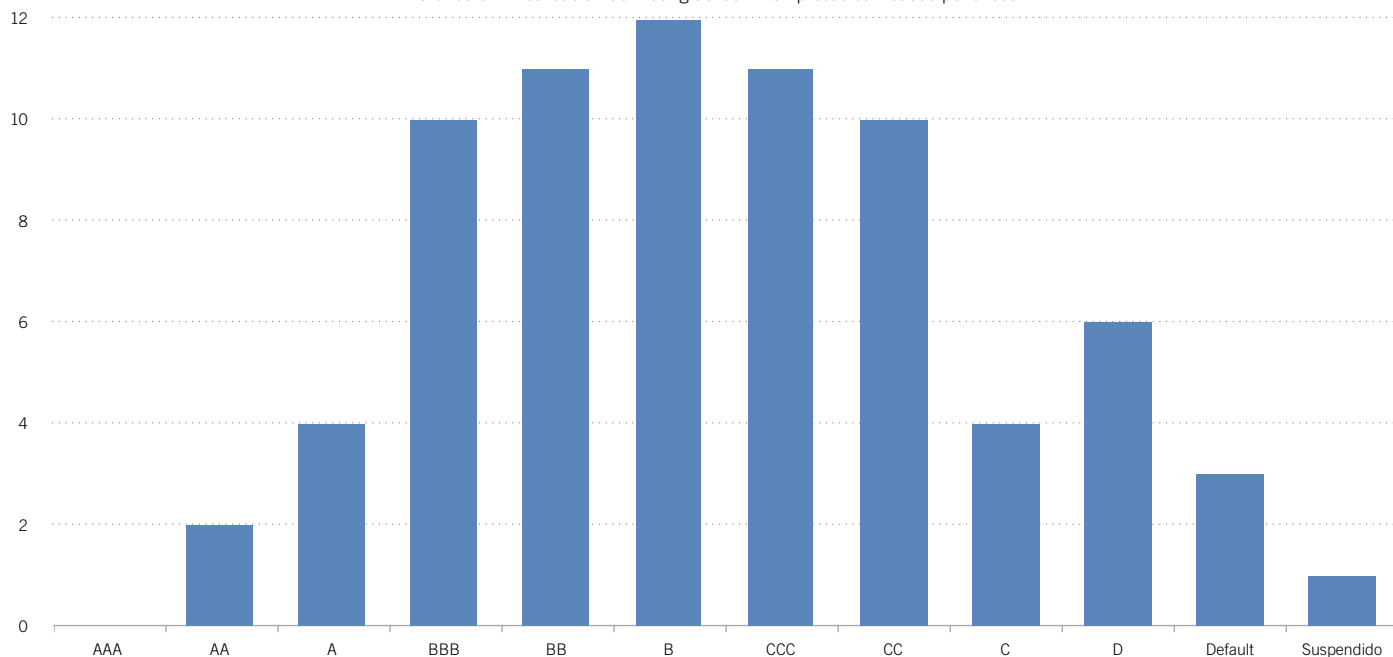
F Fuente: AIAF.

Gráfico 59. Composición del saldo de pagarés por sectores en 2011.



F Fuente: AIAF.

Gráfico 61. Distribución del Rating de las 74 empresas calificadas por axesor..



F Fuente: axesor.

En 2011 el importe de nuevas emisiones en AIAF superó los 270.000 M€ (tras tres años consecutivos de caídas) y el volumen negociado alcanzó un notable crecimiento del 48%, pero en 2012, las cifras tienden a los niveles de años anteriores. La introducción de Pymes en este tipo de mercado de deuda sería una vía para dinamizarlo.

Estas emisiones son en su mayoría con vencimiento a medio y largo plazo (55.3%), siendo los pagarés los principales productos con vencimiento a corto.

El mercado no está limitado a instituciones o grandes fondos, sino que los inversores minoristas también tienen cabida en el mismo aunque con una participación poco representativa (se creó en 2010 una plataforma de acceso específica para este segmento, SEND, que ha multiplicado en 2012 su número de operaciones espectacularmente). El último informe mensual publicado por AIAF indica que los pagarés de empresas es el segundo producto que más fondos atrae de inversores particulares, tras las participaciones preferentes.

Según datos de AIAF, en Europa la presencia de bonos de deuda fija corporativa abarca un volumen inferior al de EEUU, donde el mercado de este tipo de activos acapara el 60% sobre el total de emisiones de renta fija. En concreto, el volumen de emisiones de sociedades no financieras en Europa, Oriente Medio y África en 2011 según Bloomberg ha sido de 3,9 billones de €. De este importe, sólo el 36% es emitido por corporaciones industriales, siendo el resto procedente de entidades financieras. En España como se ha podido ver, la proporción financiera es prácticamente absoluta.

En lo que concierne a Europa, los países con mayor participación de particulares en este mercado (excluyendo fondos de inversión, de pensiones, aseguradoras...) son Italia con un 20% y Alemania con un 15%. El resto de países europeos se sitúan por debajo del 5%.

Según la Asociación de mercados financieros en Europa, para los inversores es especialmente relevante contar con el conocimiento suficiente de la calidad crediticia y de riesgo de los bonos corporativos antes de llevar a cabo su inversión, por lo que nuevamente la obtención de un rating se concibe como imprescindible para el correcto funcionamiento de estos mercados.

11.3. Emisión de deuda para Pymes.

Centrándonos en la alternativa de emisión de deuda por parte de las medianas empresas, en este apartado se estima el volumen potencial que podría abarcar este mercado y el perfil de sus emisores así como los efectos positivos que se trasladarían a la economía de su puesta en marcha.

La creación de un mercado donde las sociedades puedan emitir su deuda titulizada se presenta como una opción viable, cuyo funcionamiento sería similar al implementado en Alemania: las empresas de dimensión pequeña o mediana podrían acudir al mercado bajo la supervisión de la CNMV y emitir deuda materializada en bonos por los que retribuirían al inversor con un cupón fijo. La inversión tendría un vencimiento a medio plazo, y las compañías deberían contar con un rating que avale la calidad crediticia y dote de seguridad al mercado al catalogar el riesgo de insolvencia de cada emisor.

Si extrapolamos al sector empresarial español el perfil de las sociedades que ya emiten bajo esta fórmula en Alemania, se obtiene que el volumen potencial de emisión de deuda en España sería un aporte significativo para la economía nacional.

Considerando el rango de facturación de 15 a 1.000 M€ (en base a la experiencia de los emisores alemanes), encontramos en España 5.668 sociedades cuyo tamaño encaja en este tipo de mercado. Sin embargo, para que la emisión sea aceptada, las compañías interesadas tienen que estar respaldadas por un reducido riesgo de insolvencia, lo que se traduce en un rating de grado inversor. Concretamente, en Alemania, toda la deuda en circulación cuenta con un rating mínimo de su emisor de B, lo cual se traduce en una probabilidad de "default" aproximada del 1,5%.

Si se impone el anterior criterio a las sociedades seleccionadas, obtenemos que el 13% de éstas (779) cumpliría con los niveles de riesgo mínimos para su participación en este potencial mercado.

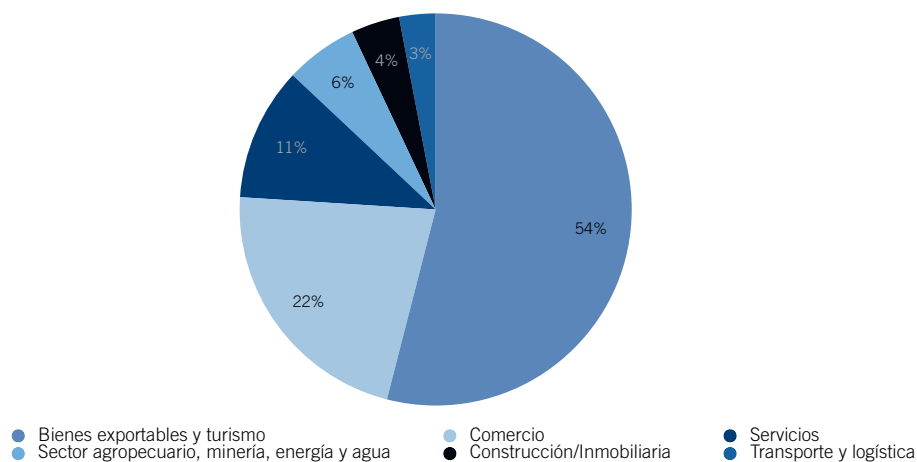
En empresas de mayor dimensión, como por ejemplo las cotizadas en el mercado continuo calificadas por Axesor tras su registro como Agencia de Rating de ámbito europeo, la proporción de sociedades con rating superior a B, es bastante superior al segmento mediano, tal y como muestra el **gráfico 61**.

Teniendo en cuenta la segmentación anterior, el volumen estimado de emisión posible de estas 779 empresas podría aproximarse a 20.000

M€ al aplicar la ratio mediana de deuda emitida sobre ventas en el mercado alemán. Una inyección de fondos de tal magnitud en la economía reactivaría positivamente nuestra actual situación.

Prestando mayor atención a esas 779 sociedades que estarían en disposición de acogerse a esta medida, podemos observar que son precisamente esta tipología de sociedades las que un mayor impulso podrían generar en la economía si se les aportara la financiación suficiente, pues se trata de compañías en términos promedios eficientes, productivas, comprometidas con el empleo, consolidadas y que apuestan por la internacionalización.

Gráfico 62. Distribución por sectores de las sociedades con potencial de emisión de deuda



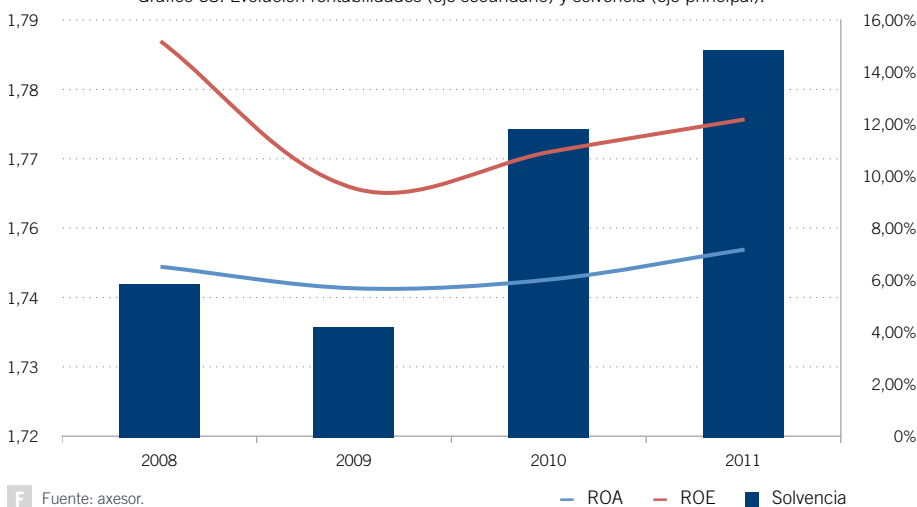
F Fuente: axesor.

Predominan las empresas del sector de bienes exportables y comercio. Dentro del sector de bienes exportables, destacan por facturación las compañías de la industria alimenticia (30% sobre el total de industria por facturación), los bienes intensivos en innovación como los farmacéuticos y químicos y sectores de mayor exposición a la incertidumbre como la metalurgia y la maquinaria.

En el macrosector de comercio, destaca igualmente el comercio alimenticio, tanto de productos especializados como general, al por mayor y por menor (suponen un 30% de la rama de comercio), seguido de la venta de automóviles y vehículos, hablando en términos de facturación.

Analizando sus cifras, revelan que precisamente estas empresas han experimentado un mejor comportamiento que el resto de medianas empresas durante la crisis: en términos medios, el conjunto de 779 sociedades ha incrementado su facturación desde 2008 a 2011, con un resultado neto creciente a pesar de las dificultades y una rentabilidad igualmente en aumento (ROE medio del 12.2% en 2011). Además, el 60% de estas sociedades ha mantenido o incrementado sus plantillas en el último ejercicio.

Gráfico 63. Evolución rentabilidades (eje secundario) y solvencia (eje principal).



F Fuente: axesor.

Por otro lado, no presentan indicios de problemas de liquidez: gestionan sus ciclos de cobro y pago eficientemente, con fondo de maniobra positivo y sin impagos registrados. El 86% de las sociedades muestran una ratio de solvencia adecuada duplicando incluso en el 30% de los casos la deuda a pagar con los recursos de vencimiento a corto, y todas ellas ofrecen un nivel de garantía considerable. El gráfico 63 muestra como en los últimos años la solvencia se incrementa de manera continua, acompañando la misma tendencia las rentabilidades.

Dentro del sector de bienes exportables, destacan por facturación las compañías de la industria alimenticia (30% sobre el total de industria por facturación), los bienes intensivos en innovación como los farmacéuticos y químicos y sectores de mayor exposición a la incertidumbre como la metalurgia y la maquinaria.

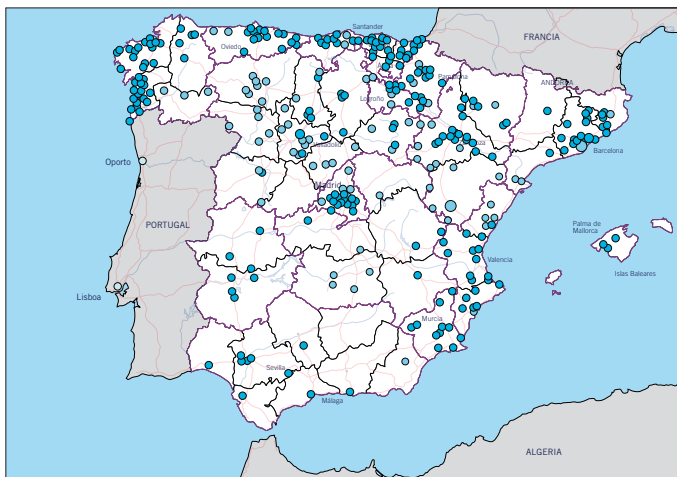


Ilustración 1. Distribución geográfica de las sociedades con potencial de emisión

Se trata de sociedades con un nivel de endeudamiento moderado, ya que el 80% de éstas cuentan con una ratio de endeudamiento inferior a 2, lo que les permitiría aumentar sus saldos acreedores emitiendo nueva deuda sin exponerse a un riesgo comprometedor. Su apalancamiento financiero además es positivo, con lo cual, un mayor nivel de deuda redundaría en una mejora de la rentabilidad financiera.

Son por tanto estas empresas las que mejor posicionadas están para promover el crecimiento de la economía si cuentan con los recursos necesarios para ello. En 2011, la inversión media de estas compañías (medida como la tasa de variación del activo material) supera el 20%, siendo clara la intención de crecimiento y expansión.

Sin embargo, su voluntad de desarrollo se está viendo frenada a causa de la escasez de financiación: si analizamos las partidas de deudas con entidades de crédito, se observa que los importes totales en términos absolutos, apenas varía. Están viendo mermada su capacidad de crecimiento (la tendencia de su inversión y ventas lo demuestran), lo que se traduce en un coste de oportunidad para la economía española.

De lo anterior se deduce que este crecimiento no está siendo soportado proporcionalmente por recursos ajenos, sino que son los accionistas quienes están asumiendo ese déficit de financiación (los recursos propios han aumentado más de un 40% acumulado desde 2008).

Si estas sociedades, competitivas y con rendimiento positivo de sus inversiones, ampliaran sus capacidades, ello redundaría positivamente en el entorno en el que operan con un mayor desarrollo gracias a las relaciones con sus stakeholders.

Este conjunto de sociedades está consolidado en el mercado, ya que cuentan con una antigüedad media de 31 años. Están dotadas por tanto de una estabilidad y solidez constatada, lo cual aportaría un mayor grado de confianza a los inversores. Además, su representatividad geográfica es amplia, con mayor concentración en Galicia, Madrid y Barcelona, tal y como recoge la ilustración 1.

Por otro lado, el 70% de las sociedades seleccionadas declara que exporta, por lo que su progreso nos permitiría una mayor apertura al exterior contribuyendo de este modo positivamente a la producción nacional. Además, al tratarse de sociedades con una trayectoria sólida, aumentando su financiación lograrían aún más eficiencia permitiendo la mejora de sus sistemas productivos u organizacionales, aspecto imprescindible para competir globalmente en el extranjero.

Teniendo en cuenta que el segmento de sociedades analizado tiene un peso significativo en nuestra economía, es imprescindible que se promuevan alternativas que incentiven la financiación a estas empresas españolas, que como se ha expuesto, son empresas saludables financieramente a pesar de la crisis. La creación de un mercado de deuda que facilite la financiación de las medianas empresas con el apoyo de los respectivos ratings emitidos por agencias locales e

internacionales se plantea como una alternativa clave para la economía nacional. Es el momento de que cobren protagonismo y se incentiven nuevas vías de obtención de recursos que reduzcan la dependencia bancaria y permitan reactivar la complicada situación que atraviesa España.

11.4. Un mercado de deuda corporativa accesible para emisores y atractivo para inversores.

El éxito del nuevo mercado pasa, en un primer lugar, por un diseño institucional óptimo que haga atractivo el mecanismo, tanto por el lado emisor como inversor. Se precisan incentivos que fomenten estas opciones alternativas de modo que su éxito se consolide.

Centrándonos en el mercado de emisión de deuda, es clave que no se impongan barreras difíciles de salvar para el acceso de los emisores y que por otro lado se garantice un correcto funcionamiento que aporte seguridad a los inversores.

Desde el punto de vista de la demanda, resulta imprescindible que un mercado de estas características sea suficientemente transparente, lo que requiere que la corriente de información hacia los inversores sea completa, clara y con una frecuencia adecuada. Ello implica que las sociedades que coticen su deuda, aporten información de utilidad para la toma de decisiones, como por ejemplo, un rating oficial que valore su calidad crediticia y un seguimiento del mismo, informes anuales, cuentas trimestrales, etc. Es obvio que la regulación pública y supervisión son indispensables en una iniciativa de este tipo.

Además de apoyar la transparencia, el diseño de incentivos fiscales podría garantizar un nivel de demanda adecuado. Como ya se ha expuesto, el que las compañías españolas medianas y con potencial de crecimiento cuenten con financiación, es uno de los pilares sobre los que se asienta la recuperación económica del país, por lo que todas las medidas encaminadas a ello, serán en definitiva a favor del conjunto de la economía. Los resultados de un mayor aporte financiero a las sociedades mejor posicionadas, repercutirán en el resto de la sociedad (a través de empleo, creación de riqueza, etc.).

Otro de los aspectos que podrían alentar la participación de los inversores, es que estos cuenten con los accesos oportunos para la compra y negociación de los títulos ya sea mediante intermediación o con plataformas de gestión directa. Aunque cabe esperar que la mayor acogida provenga de inversores institucionales, no se debe menospreciar el aporte de inversores particulares. Por ello, si los nominales son asequibles y la adquisición de bonos sencilla, a través de plataformas online como en el caso alemán, se impulsará en mayor medida la participación del inversor particular.

En cuanto a los emisores, al enfocarse este mercado potencial a las medianas empresas, es lógico pensar que deben reducirse las trabas administrativas asociadas a la emisión, de manera que las sociedades con capacidad e interés en emitir no encuentren excesivos impedimentos en el proceso, aunque sin que ello vaya en detrimento de la transparencia y garantía de las emisiones. Asimismo, los costes de lanzamiento deberían ser acordes a los volúmenes negociados en este tipo de mercado y a la tipología de sociedad a la que se dirige. Carecería de sentido que una vez puesto en marcha un mercado para la financiación de las sociedades, no se favorezca la demanda lo suficiente o no se ofrezcan las facilidades necesarias para la entrada de las medianas empresas, pues de ser así, las nuevas alternativas podrían quedar abocadas al fracaso.

Por último, hay que asegurar una profundidad óptima del mercado que permita una correcta formación de precios, lo que implica unas garantías de entrada y salida de los instrumentos y por tanto de liquidez. Este aspecto es crítico ya que muchos fondos e inversores institucionales tienen prohibido invertir en productos que sean considerados ilíquidos.



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir

Delegación Madrid

C/ Alcalá nº 52 - 2ª Planta
28014 Madrid
Tel: 902 10 10 33

Delegación Barcelona

C/ Aribau, 112, 5ª, 2ª
08036 Barcelona
Tel: 902 10 10 33

Delegación Granada

Parque Empresarial San Isidro
Ctra. Granada-Armilla s/n, Edificio axesor
18100 Armilla, Granada
Tel: 902 10 10 33

www.axesor.es
902 10 10 33



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir