



Comparativa de fuentes de financiación internacional, con énfasis en el sector de la construcción: Estados Unidos, Alemania y España

Miguel Ángel Bernal Alonso. Coordinador del Departamento de Investigación del IEB

Patricia Vegas Arjona. Departamento de Investigación IEB

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1011-GR

axesor
conocer para decidir



**Comparativa de fuentes de financiación empresarial,
con énfasis en el sector de la construcción:
Estados Unidos, Alemania y España**

Miguel Ángel Bernal Alonso. Coordinador del Departamento de Investigación del IEB

Patricia Vegas Arjona. Departamento de Investigación IEB

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1011-GR

PRESENTACIÓN

Pocas personas han sido capaces de predecir la duración y profundidad de la crisis, pero menos aún los cambios que se han producido en las relaciones entre la banca y las empresas. Unos cambios que han demostrado ser de gran importancia para la estabilidad y crecimiento de la economía. El estrangulamiento de la confianza, tanto de los países como de su sistema bancario, ha impactado de lleno en las condiciones de financiación de las empresas y de las familias.

Ante esta situación, desde el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) se ha decidido realizar este estudio, que es un análisis exhaustivo de las fuentes de financiación de las empresas. Partiendo de las causas que han provocado el estrangulamiento del crédito y el impacto regulatorio que la crisis está teniendo, sobre todo, en las entidades de crédito, el Departamento de Investigación del IEB ha realizado un análisis *bottom up*, en el que se estudia la casuística de las compañías estadounidenses y europeas y se compara la situación con las empresas españolas, que cuentan con la particularidad de que el 99% del tejido empresarial está conformado por pequeñas y medianas empresas. Pero hablar del crédito pasa obligatoriamente por analizar la financiación en el sector de la construcción, que ha sido uno de los más damnificados por esta situación. Por ello, en este estudio se realiza una comparativa entre los diferentes países sobre la situación del sector antes y después de la crisis. El estudio finaliza estableciendo una serie de perspectivas, tanto de los canales de financiación de las empresas como, particularmente, del sector de la construcción.

Desde el Instituto de Estudios Bursátiles esperamos que este estudio aporte sus reflexiones y conclusiones al debate sobre la financiación de las empresas y contribuya a aportar algunas ideas sobre las nuevas tendencias del sector.

RESUMEN

Conoce en 12 claves lo más destacado del estudio:

1. Las empresas han asistido atónitas a un fuerte endurecimiento de los requisitos y condiciones que los bancos imponían para concederles crédito; un endurecimiento que también ha repercutido en la refinanciación de los préstamos que iban venciendo y en el precio, con una sustancial elevación de los tipos, así como del diferencial que los bancos demandan a los prestamistas.
2. A las dificultades financieras, se ha unido un ‘tsunami’ regulatorio en las entidades de crédito —que afecta sobre todo a la calidad y cantidad de sus recursos propios—, que ha contribuido a agravar la situación. Este nuevo marco regulatorio exige a los bancos destinar más fondos del balance a estas necesidades, en detrimento de dar crédito a la economía real. Esto provoca que se produzca un cambio de la política de gestión de los bancos, donde se buscan clientes más rentables y que no consuman capital y se necesiten colaterales de calidad para evitar dicho consumo de capital.
3. Además, trae aparejado que el crédito va a ser más caro que en décadas pasadas. Pero esta afirmación se ve agravada en el sector de pequeñas y medianas empresas, si tenemos en cuenta el tratamiento de riesgo que se tiene para estas empresas. El mayor riesgo de un crédito es el impago del mismo, circunstancia que se agudiza en la pyme, puesto que hablamos de entidades pequeñas, muy expuestas al ciclo económico. Esta fragilidad lleva a que las entidades crediticias exijan especialmente a estas entidades que aporten garantías al préstamo.
4. Aunque la crisis ha afectado a todos los países, en España, al ser una crisis principalmente financiera, ha tenido un impacto mayor, ya que en nuestro país, más del 70% de la financiación proviene de las entidades bancarias. Además, con una especial virulencia en las pymes, que suponen más del 95% del entramado empresarial del país, 3,6 puntos por encima de la media del conjunto de la UE en 2012 (92,1%). Muchas empresas, con gran dependencia de la financiación bancaria, han visto cómo la disponibilidad de conseguir préstamos adicionales para refinanciar los existentes, o bien para seguir realizando inversiones dentro de su actividad habitual, se ha visto reducida de forma considerable.
5. Por sectores, la construcción y el inmobiliario han sido los peor parados de esta crisis. Estos sectores, llegaron a suponer el 21,9% de la economía española, un porcentaje que en la actualidad se ha visto reducido en más de 10 puntos porcentuales, suponiendo en la actualidad un 10,5% de la economía. Estas cifras superan con creces las de nuestros países homólogos:

España ocupa el segundo lugar, después de Italia, en número de empresas, con 462.000 firmas, lo que supone el 14,83% del total de la Unión Europea; además, España es el quinto país en cuanto a volumen de negocio en construcción en la UE, teniendo una cuota del 9,81% del sector global europeo, y el quinto por puestos de trabajo, con más 1,15 millones de personas empleadas en dicho sector.

6. Si la financiación a empresas se ha reducido en un 19,53%, esta reducción ha sido mucho más acusada en el caso de la construcción, que experimenta un descenso del 28,32%.
7. Pero no solo se ha reducido el crédito, sino también el tiempo al que se conceden este tipo de crédito. El mejor ejemplo se puede ver en los créditos hipotecarios, en los que no sólo se ha reducido el tiempo de contratación —se ha pasado de 340 meses en 2007 a los 263 meses actuales—, sino también de la cuantía, ya que ahora apenas superan los 100.000 euros.
8. A pesar de esta delicada situación, hay que ser conscientes de que se ha visto lo peor de esta crisis, ya que se está produciendo un cambio de tendencia. En primer lugar, gracias a los cambios normativos. El mejor ejemplo llega por la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores, que ha adecuado nuestra legislación a la definición que de pyme se realiza por parte de la CEE. Ahora se considera pyme a las empresas con una plantilla inferior a 250 trabajadores, una cifra de negocios no superior a los 50 millones o un activo total por debajo de los 43 millones —frente a los 50 trabajadores, una cifra de negocios no superior a 5,7 millones y activos totales no superiores a 2,85 millones de antes—. Gracias a esta recalificación y adaptación a la normativa europea, los préstamos a empresas registran una reducción de los requerimientos de capital. Pero no solo hay una reducción de requerimientos de capital para las entidades crediticias, lo cual ya es de por sí todo un espaldarazo, sino también un aumento del límite máximo a la exposición total que puede tenerse con la pyme. Con la nueva reglamentación, se permite pasar de 1 a 1,5 millones de euros. Este cambio, de por sí, ya está suponiendo una mejora de la financiación para las empresas españolas, que se estima en un crecimiento de unos 7,9 puntos porcentuales.
9. Además, las empresas están siendo conscientes de que las entidades de crédito no deben ser su único canal de financiación. La crisis ha dejado claro que las empresas tienen que abrirse a una nueva financiación, menos bancaria y más centrada en los mercados de capitales. No sólo porque es una opción a tener en cuenta cuando la financiación bancaria no es posible, sino también porque aporta una mayor flexibilidad al balance de la compañía. Este cambio de tendencia ya se está produciendo en Europa. Si esta tendencia se consolida, el modelo europeo de fuentes de financiación empresarial convergería al estadounidense, donde los mercados de capitales disfrutan de una relevancia todavía desconocida en Europa. En EE.UU., los mercados de capitales suponen un 70%, frente al 30% de la financiación bancaria.
10. Las alternativas a la financiación bancaria cada día son más amplias: Inversores profesionales que buscan mayor rentabilidad a sus inversiones de la banca tradicional, ya sea aportando

recursos a los fondos propios o incrementando los volúmenes de deuda, tanto senior como subordinada; value investor, capital riesgo y family office. A estos hay que unir los mercados alternativos de renta fija o renta variable. Además, vemos que cada vez se van a abrir más paso figuras especiales como por ejemplo el crowdfunding, crowdlending, etc.

11. Pero hablar de alternativas a la financiación pasa obligatoriamente por el shadow banking o banca en la sombra, que se ha convertido en los últimos años en la gran esperanza de financiación para muchas empresas, que no pueden acceder al crédito bancario tradicional en un momento en el que las entidades financieras están centradas en sanear sus balances para cumplir con los requisitos de Basilea III. En EE.UU., el *shadow banking* supone 71 billones de dólares, y sus activos representan el 24% de los activos financieros y el 117% del PIB de las economías avanzadas, nivel que aparece lejos de su cota máxima que se produjo en el año 2005, donde alcanzó el 125%.
12. También cabe mencionar la importante atención que está teniendo el capital riesgo, especialmente en el mercado inmobiliario nacional, ya que es el que realmente está absorbiendo el stock existente en el país. Esto se debe a que la confianza en el mercado inmobiliario está volviendo y es el sector en el que todos quieren estar. De hecho, la inversión directa en el sector inmobiliario europeo se encuentra prácticamente en los niveles anteriores a la crisis, gracias sobre todo a la entrada de capital procedente de los fondos soberanos, principalmente procedentes de Asia.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS DE CAPITALS	11
(Autor: José María Capapé Aguilar)	
2. NUEVO MARCO REGULATORIO Y SUS CONSECUENCIAS EN EL MERCADO DE CRÉDITO BANCARIO	13
(Autor: Enrique Pérez-Hernández Ruiz-Falcó)	
2.1. Situación de los mercados de financiación EE.UU. y Europa. La situación española	18
2.1.1. El crédito a la pymes. Una visión enfocada hacia el sector de la construcción	26
2.1.1.1. Introducción	26
2.1.1.2. La crisis financiera en España y sus consecuencias sobre la financiación	27
2.1.1.3. Pymes nacionales y relación con el sector constructor	29
2.1.1.4. El sector de la construcción español en cifras	32
2.1.1.5. Importancia del sector en Europa y comparativa de las principales magnitudes con España	36
2.2. Las pymes y el mercado de crédito	43
2.2.1. Introducción	43
2.2.2. Financiación bancaria: Basilea III y la implicación del crédito hacia pymes	45
2.2.3. El <i>shadow banking</i>	51
2.3. Situación crediticia y perspectivas del sector constructor español	56
2.3.1. Introducción	56
2.3.2. Situación crediticia del sector constructor	57
2.3.3. Situación hipotecaria	60
2.3.4. Situación de la actividad del sector constructor	63
2.3.5. Situación actual del negocio inmobiliario y tendencias	65
BIBLIOGRAFÍA	73

1. INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS DE CAPITALES

El francés Frédéric Bastiat (1801-1850), en su famoso ensayo *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas* ("Lo que se ve y lo que no se ve"), tomando como ejemplo las consecuencias económicas de la ruptura de la ventana de una tienda, señala la importancia del análisis de los efectos no inmediatos de cualquier acción económica. La evolución experimentada por los mercados de capitales desde el inicio de la crisis, podría ser uno de estos efectos no inmediatos de un hecho económico. Pocos fueron capaces de predecir la duración y profundidad de la crisis, pero menos aún los que anticiparon los cambios que se producirían en la relación entre la banca y las compañías no financieras. Unos cambios que, en el caso europeo, y más aún en España, han demostrado ser, posteriormente, de no poca importancia. Después de todo lo sufrido por la deuda privada y pública en estos últimos años, en Europa se está produciendo un cambio de tendencia a favor de la financiación en mercado de capitales, en detrimento de la tradicional financiación bancaria. Si esta tendencia se consolidara, y todo apunta a que será así, el modelo europeo de fuentes de financiación empresarial convergería al estadounidense, donde los mercados de capitales disfrutaban de una relevancia todavía desconocida en Europa.

Muchas empresas dependientes de la financiación bancaria, han visto cómo la disponibilidad de conseguir préstamos adicionales se ha visto reducida

Es interesante resaltar que el distinto grado de impacto de la crisis sobre el balance, la situación de liquidez y el nivel de solvencia de las empresas no financieras, ha dependido, en gran parte, de las fuentes de financiación utilizadas, o al menos disponibles, por cada empresa desde el año 2007. Muchas empresas con gran dependencia de la financiación bancaria han visto cómo, en no pocas ocasiones, la disponibilidad de conseguir préstamos adicionales para refinanciar los existentes, o bien para seguir realizando inversiones dentro de su actividad habitual, se ha visto reducida de forma considerable. Y aquellas que gozaban de un mejor posicionamiento frente a la banca, han sufrido en los últimos años un empeoramiento de las condiciones de financiación (mayor coste, menor plazo, *covenants* más exigentes, menor volumen, o todas ellas simultáneamente).

Sin embargo, aquellas empresas que habían optado por diversificar fuentes de financiación y tenían emisiones de bonos ya en mercado, contaban con una ventaja con respecto a sus competidores. Evidentemente, en ciertos periodos de tiempo, el mercado de bonos tampoco estaba abierto para nuevas emisiones. Pero, al menos, los inversores de deuda privada (fondos de inversión, fondos de pensiones, aseguradoras, etc.) no sufrían las dificultades por las que pasaba la banca, o no

se veían afectadas —de forma tan aguda— por la nueva regulación sobre el capital e incluso la liquidez.

Parece relevante, por tanto, el realizar un análisis de cuáles son las actuales fuentes de financiación empresarial en diferentes zonas geográficas, ayudando a anticipar a las empresas la importancia futura de las distintas alternativas para seguir financiando su crecimiento.

Hay que hacer un análisis de la financiación empresarial

Sin duda alguna, todo parece indicar que la crisis ha dejado bien claro la importancia de los mercados de capitales en la financiación empresarial. Y no únicamente de forma “negativa”, en el sentido de que la consideración del acceso a los mercados de capitales es una opción a tener en cuenta sólo cuando la financiación bancaria no es posible, o cuando las condiciones de los préstamos bancarios no son aceptables para la empresa.

La crisis ha dejado claro la importancia de los mercados de capitales

Sin embargo, el aspecto “positivo” de los mercados de capitales como fuente alternativa de financiación es quizás lo más relevante. Aunque no son las únicas, basta citar algunos de los elementos diferenciadores con la financiación bancaria para dar una idea de las razones por las cuales las empresas optan por esta opción. Por un lado, el plazo de financiación. Los préstamos bancarios, en general, difícilmente superan los cinco años de vencimiento en el mejor de los casos. Por el contrario, en el mercado de bonos, tanto en el segmento *investment grade* (o grado de inversión) como en los llamados *high yield* (bonos con rating menor al grado de inversión), la mayoría de las emisiones tienen un plazo de emisión superior a los cinco años. Además, algunas de estas emisiones incorporan la posibilidad de ejercer una cancelación anticipada parcial o total bajo ciertos supuestos (*call options* a partir de cierto momento de la vida del bono, eventos de incremento de capital —*equity clawback*—, *make-whole call*, etc.).

Por otro lado, otro de los elementos diferenciadores de los bonos es la mayor flexibilidad que suelen ofrecer en comparación con la financiación bancaria. Es cierto que, en caso de incumplimiento, las emisiones de bonos son difíciles de reestructurar, o de solicitar los famosos *waivers* tan habituales en los préstamos bancarios estos últimos años. En general, los inversores de bonos prefieren tener todas las eventualidades posibles recogidas en la documentación; y, por tanto, la negociación no es la idea inicial. Una vez dicho esto, los *covenants* de una financiación bancaria son *maintainance covenants*, es decir, ratios que deben mantenerse en todo momento para evitar su incumplimiento. La caída del EBITDA puede provocar, por ejemplo, un incumplimiento en el *covenant* relacionado con la ratio de apalancamiento. Sin embargo, los *covenants* definidos en las emisiones de bonos suelen ser de *incurrence*; y como tales, no se produce incumplimiento alguno

si —a pesar de una caída del EBITDA, por ejemplo— no se incurre en un mayor endeudamiento. Esta flexibilidad ha sido, no en pocas ocasiones, una de las razones por las cuales algunas compañías se han decidido a emitir bonos por primera vez.

El grado de desarrollo de los mercados de capitales no debe medirse únicamente por el volumen emitido por emisores de una zona geográfica, ni por el peso relativo con relación a la financiación bancaria. En algunos países las colocaciones privadas (nombradas como tales aquellas emisiones que no son realizadas a través de un proceso conocido por la totalidad del mercado) son una alternativa cada vez más usada por los emisores. Igualmente, el desarrollo del mercado de bonos para financiar (o refinanciar) proyectos específicos (*Project bonds*) pueden ser una medida de la importancia de los mercados de capitales en una economía. Por supuesto, y aunque esto podría ser objeto de un estudio específico, la recuperación del mercado de titulización debiera ser también una señal de la fortaleza del mercado de capitales.

2. NUEVO MARCO REGULATORIO Y SUS CONSECUENCIAS EN EL MERCADO DE CRÉDITO BANCARIO

Un sistema bancario solvente y *resiliente* es el pilar fundamental para un crecimiento económico sostenible, puesto que los bancos son el centro del proceso de intermediación del crédito entre ahorradores e inversores. Más aún, los bancos facilitan servicios “indispensables” a familias, pymes, corporaciones y gobiernos tanto a nivel nacional como internacional.

La crisis financiera internacional, y su transmisión a las economías reales, se explica por muchas razones:

- Excesivo apalancamiento, dentro y fuera de balance en muchos sistemas bancarios.
- Erosión gradual del nivel y calidad de la base de capital.
- Insuficientes colchones de liquidez.

- Incapacidad para absorber las pérdidas por riesgo de crédito o mercado, o por la re-intermediación de importantes posiciones fuera de balance en el *shadow banking* (sistema financiero en la sombra).
- Amplificación de la crisis por el desapalancamiento cíclico y la interconexión de entidades sistémicas.
- La pérdida de confianza en los sistemas bancarios, por sus problemas de liquidez y solvencia, se ha transmitido a las economías reales, resultando una masiva contracción de liquidez y disponibilidad del crédito.
- Por último, han sido los estados los que han acudido al rescate, con inyecciones de liquidez, capital y garantías sin precedentes en la historia y con importantes sacrificios para los contribuyentes (*bail out* o rescate externo de los contribuyentes).

Ante esta situación, y a petición del G20, numerosos organismos internacionales, especialmente el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el BIS, han ido diseñando un nuevo marco regulatorio con unas pautas estandarizadas a nivel global.

Numerosos organismos internacionales han diseñado un nuevo marco regulatorio con pautas estandarizadas

A España, como un miembro más de los 28 estados de la Unión Europea y uno de los 18 países que han adoptado el euro, le es aplicable como regulación normativa la CRD (*Capital Requirement Directive IV* —Directiva comunitaria—) y el CRR (*Capital Requirement Regulation* —Reglamento comunitario de aplicación directa—), ambos de junio 2013 y que han sido traspuestos al derecho español y están en vigor desde el 1 de enero de 2014. Además, hay que tener en cuenta la creación de la Unión Bancaria para los 28, con sus Mecanismos Únicos de Supervisión (BCE) y Resolución. De esta forma, se introduce el *bail in* o rescate interno de accionistas y acreedores dentro de un orden de prelación y contribución gradual de los bancos a un Fondo Único de Resolución, que a nivel europeo viene a suponer unas nuevas reglas de juego (*level playing field*) iguales para la banca europea.

El nuevo marco regulatorio de la CRD IV y el CRR incide en la modificación de reglas ya existentes (capital) o en el establecimiento de nuevos requisitos para la liquidez y el apalancamiento.

Todo este ‘tsunami’ normativo supone un cambio drástico que, en nuestra opinión, es un ejemplo de “sobre-reacción” que conduce a una “sobre-regulación” en lugar de exigir la práctica ortodoxa financiera, es decir, prudente gestión del riesgo y muy fuerte supervisión.

El enfoque adoptado por Basilea III, recogido y matizado en el caso europeo por las normas comunitarias citadas, es un conjunto de medidas macro y microprudenciales, que citamos a continuación:

I) MEDIDAS MACROPRUDENCIALES, a nivel sistema:

1. Introducción de una ratio de apalancamiento, *leverage*, es decir, un mínimo de fondos propios (conocido más por su término en inglés *Common Equity Tier1*, es decir, el que tiene la máxima capacidad de absorción de pérdidas, como es el capital y las reservas) y el total de la exposición dentro y fuera de balance sin ponderar los activos por riesgo. Hoy fijado en el 3%, está en periodo de observación desde el 1 de enero de 2014 hasta el 30 de junio de 2016, estando prevista su entrada en vigor para el 1 de enero de 2018. Considero que la ratio se incrementará, pues en EE.UU. se va a exigir una ratio mucho más elevada.
2. Introducción de un recargo de capital anticíclico para mitigar un excesivo crecimiento del crédito en un determinado país (discrecional en cada país y que puede oscilar entre el 0 y el 2,5% del CE Tier1).
3. Introducción de los recargos de capital “sistémicos”, que incluyen:
 - Colchón de riesgo sistémico (1 al 5%): discrecional en cada país para factores no cíclicos.
 - Colchón para entidades globales sistémicas muy importantes (G-SIBs) entre el 0 y el 3,5%; por ejemplo, el Santander y BBVA tendrían el 1% de recargo según el Financial Stability Board (FSB) (noviembre 2013).
 - Colchón para otras entidades sistémicas (O-SIBs): hasta un máximo del 2%.
4. Regulación de los COCOS (*Contingent Convertible*) y *bail in* (orden de prelación de accionistas y acreedores para enjugar pérdidas).
5. Transformación de los mercados de derivados OTC (*Over The Counter*) en mercados organizados.

II) MEDIDAS MICROPRUDENCIALES:

1. Exigencia de unos requisitos de liquidez a corto plazo, 30 días (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*), y a largo (*Net Stable Funding Ratio*), como ratio estructural del balance; el LCR entrará en vigor, en un 60%, en 2015; y se completará al 100% en el 2018.
2. Ratio de capital, que tiene una implementación progresiva y gradual, del 1 de enero de 2014 al 1 de enero de 2019; es mucho más exigente, pues se pretende más capital y de mejor calidad que la ratio de solvencia de Basilea II. Se modifica:
 - El numerador. Definición mucho más restringida de Fondos Propios (FF.PP.), centrándose en el *Common Equity Tier 1* (capital y reservas), es decir, la máxima capacidad de absorción de pérdidas; las deducciones como fondo de comercio, intangible etc., se aplican antes de calcular la ratio (en Basilea II era al revés) y se deducen del *Common Equity Tier 1*, y no al 50% de *Tier 1* y *Tier 2* como ocurría en Basilea II.

- El denominador. Se penaliza la ponderación de ciertos activos de riesgo como, por ejemplo, la cartera de negociación (*trading book*), titulizaciones (ABS), riesgo de crédito de contrapartida en mercados OTC, etc.
- La ratio. Puede pasar del 8% (Basilea II) a un hipotético 18% (si fueran aplicables todos los colchones de capital: anticíclico, sistémicos y el de conservación de capital (2,5%); si la ratio de capital de Basilea III/CRD IV/CRR se aplicara a Basilea II, el incremento sería brutal, no solo por el aumento de la ratio, sino también por la definición más estricta de FF.PP. en el numerador y la mayor penalización de ciertos activos de riesgo en el denominador).

Este nuevo marco regulatorio de capital, liquidez, apalancamiento o resolución (*bail in*, cocos, contribución al Fondo Resolución Único), exige a los bancos destinar muchos fondos del balance a esas finalidades, pero en detrimento de su capacidad de prestar a la economía real de familias y empresas. A nuestro juicio, va a tener importantes consecuencias en la “tradicional” intermediación financiera que realizaban los bancos:

Este nuevo marco regulatorio exige a los bancos destinar más fondos del balance a estas necesidades, en detrimento del crédito a la economía real

- Es un marco de “mínimos” que no se va a aplicar por igual en todo el mundo, pues hay países que van a exigir o están ya exigiendo unos requerimientos más duros, como es el caso de EE.UU., Reino Unido o Suiza, con ratios de capital y límites de apalancamiento mucho más estrictos. En general, son países donde la desintermediación está mucho más avanzada y consolidada y que cuentan con fuentes de financiación “alternativas” con mercados de capitales más amplios y líquidos que en Europa continental.
- El nuevo marco regulatorio es un *trade off* entre unos requerimientos más exigentes y un calendario de implementación muy largo, que va del 2014 al 2019. Sin embargo, en la práctica el mercado (analistas, inversores y agencias de *rating*) va muy por delante y mide la ratio de capital bancario con la expresión B3 Fl (*Basel III Fully Loaded*), es decir, a plena carga como si estuviéramos ya en el 2019, al final del periodo de implementación.
- Desde el punto de vista individual de cada banco, el reto consiste no sólo en cumplir la exigencia regulatoria, sino también en compararse favorablemente con sus competidores nacionales o internacionales.

Los bancos estarán más capitalizados, serán más líquidos y tendrán menos apalancamiento; pero al destinar fondos a esas finalidades, tendrán menos capacidad de prestar y, por tanto, menor contribución a la recuperación incipiente (por ejemplo, en el caso de España) y al crecimiento del PIB. En nuestro país, el mercado de capitales solo es accesible a bancos y grandes corporaciones. Es verdad que la creación del MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y, más recientemente, el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) ha supuesto crear un marco institucional para las

pymes, emisoras de capital o deuda, pero están todavía en fase incipiente y necesitamos una mayor dimensión de la pyme española y una mejoría de la cobertura de análisis y liquidez por parte de los actores del mercado.

La llegada del bail in tendrá un impacto a la baja en el rating de las entidades, al contrario que los estados, que lo verán mejorado

- Al tener que cubrir costes de capital más altos, configurar un balance más líquido y limitar el apalancamiento (además del fondeo de Cocos más caro y contribuir al Fondo Único de Resolución), el incremento de *spreads* para cubrir esos costes hará el crédito más caro, menos accesible; y en cierta tipología de activos se exigirá más colateral (garantías) para minorar la ponderación del riesgo y, en consecuencia, el consumo de capital. En España, el saldo vivo de la inversión crediticia a residentes ha pasado de rondar los 2 billones al principio de la crisis a situarse por debajo de 1,5 billones a finales de 2013. Esto es consecuencia de la falta de demanda “solvente”, pero también del desapalancamiento y preparación por la comunidad bancaria de su adaptación al nuevo marco regulatorio.
- El *bail in* (rescate interno de accionistas y acreedores) para evitar o minimizar el *bail out*, supondrá que el dogma *too big to fail* dejará de serlo, y ello tendrá consecuencias en el *rating* y coste de fondeo de los emisores cuando entre en vigor en el 2016. Los bancos serán objeto de revisión por parte de las calificadoras de riesgo, generalmente a la baja o con perspectivas negativas, mientras que los estados deberían ver mejorados sus *ratings*; además de romperse el techo del *rating* país y la correlación con los *ratings* bancarios que serán *stand alone* (desligados del *rating* soberano).
- Los bancos serán menos rentables (ROE, ROTE) al tener que destinar una mayor parte del balance al capital, a la liquidez y a limitar su capacidad de endeudamiento. Ello unido al entorno actual (tipos bajos, con márgenes estrechos, actividad bancaria modesta, desapalancamiento y muy alta mora) hace muy difícil la recuperación histórica de rentabilidad.
- Esfuerzo de *reporting* y *disclosure* para adaptarse al nuevo marco (sistemas, procesos, adaptación de contratos).

TENDENCIAS PREVISIBLES:

Mayor desarrollo de los mercados “desintermediados”. Las entidades financieras deberían “intermediar” esta desintermediación, ampliando su cobertura de análisis y liquidez tanto en renta variable (MAB) como fija (MARF). La condición “sine qua non” es conseguir una mayor dimensión de la pyme española a través de la consolidación, proceso que requiere mucho tiempo; en esta desintermediación los bancos no consumen capital y, por tanto, su “retorno” por comisiones es exponencial (salvo el riesgo de mercado en el aseguramiento de los títulos valores, que en la actualidad, con la técnica del *book building*/formación de un libro, se limita en el tiempo muchísimo).

Crecimiento del *shadow banking* (entidades financieras sin licencia bancaria que prestan, como los fondos del mercado monetario, sociedades de capital riesgo *private equity*, fondos de cobertura *hedge funds*). A través de un arbitraje regulatorio, muchas de estas entidades no sujetas al marco regulatorio podrán prestar sin tener que cumplir este conjunto de ratios.

Vamos a ver una mayor desintermediación y un incremento de la banca en la sombra

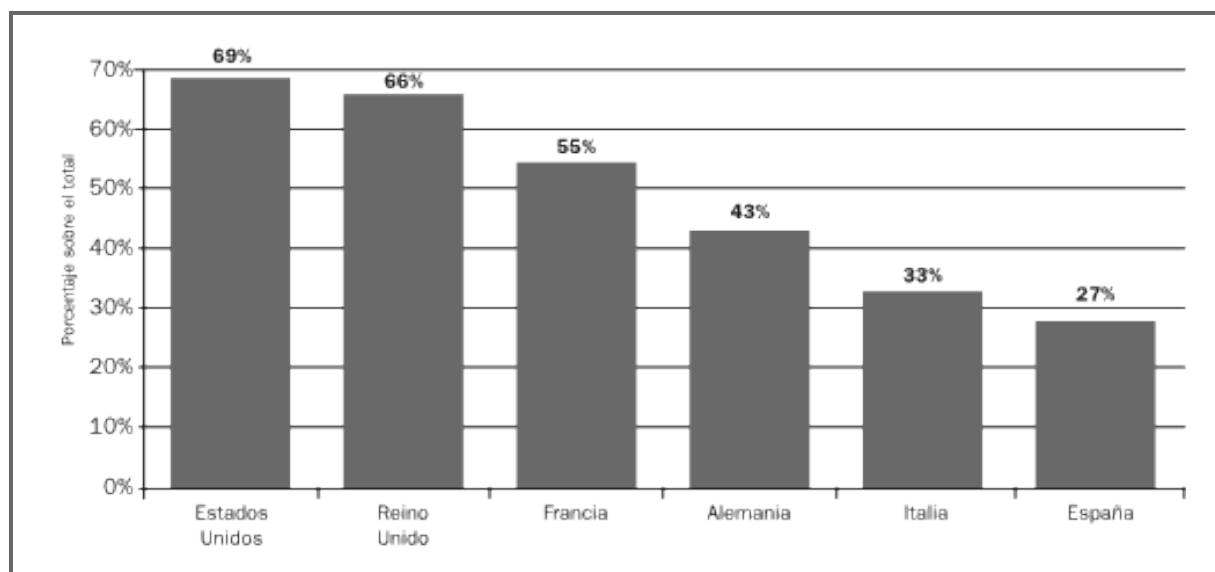
2.1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA. LA SITUACIÓN ESPAÑOLA

Los mercados de financiación mundiales han estado en el foco de atención de esta crisis, la cual, y como se ha manifestado en tantas ocasiones, viene provocada por un enorme aumento del apalancamiento, especialmente en los países desarrollados, Estados Unidos y Europa. Desde que en julio de 2007 estalló la burbuja de los créditos por parte de autoridades y agentes, la mirada se ha venido centrando en el sector crediticio y en la procedencia de los fondos destinados a la financiación.

A nivel mundial, la diferencia de las fuentes de financiación, financiación bancaria frente a financiación de mercados de capitales, es tremendamente heterogénea, como pone de manifiesto el siguiente gráfico:

GRÁFICO I. Media de los años 2000 a 2010 del peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario.

Fuente: CNMV y Bancos Centrales.



Del gráfico anterior podemos destacar:

- En EE.UU., la estructura de financiación de aquella economía es de aproximadamente un 70% en financiación no bancaria, mientras que el 30% de la misma se realiza a través de préstamos concedidos por los bancos.
- Esta situación dista mucho de producirse en el resto de las cinco principales economías de la Unión Europea:
 - ◇ Reino Unido es el país que más se parece a EE.UU.
 - ◇ Francia y Alemania muestran un sesgo más equilibrado en cuanto a la procedencia de su financiación. Puede decirse que, con pequeños márgenes en ambas economías, la apelación a la financiación se reparte de forma muy equilibrada.
 - ◇ Tanto Italia como, especialmente, España son tremendamente dependientes de los mercados bancarios.

En EE.UU., la financiación bancaria sólo supone el 30% del total, frente a más del 70% que representa en España

Antes de seguir adelante conviene detenernos a realizar alguna precisión sobre el caso español. Sin lugar a dudas, la dependencia de nuestro país de los mercados crediticios ha tenido mucho que ver con la situación previa a la crisis, donde el crecimiento del Producto Interior Bruto aumentó fuertemente la confianza en nuestro país. Los bancos españoles gozaron de una época de fuerte bonanza para conseguir recursos que prestar a familias y empresas; asimismo, los bajos niveles de tipos de interés espolearon los niveles de apalancamiento, encontrando grandes facilidades por parte de los bancos para su obtención. Ante esta situación, las empresas, especialmente pymes, como luego veremos, se dirigieron hacia el sector bancario como el favorito para la obtención de recursos.

Sin embargo, esta idílica situación se quebró con la estrangulación de la confianza tanto en los países como en su sistema bancario, que se veían golpeados tanto por la elevación de la morosidad como por la evolución de la prima de riesgo de sus bonos. En el siguiente gráfico, el diario *El País* expone de manera clara la evolución e hitos que rodearon este indicador.

La idílica situación se quebró con la estrangulación de la confianza tanto en los países como en su sistema bancario, que se veían golpeados por la elevada morosidad y la evolución de la prima de riesgo de sus bonos

GRÁFICO 2. Evolución de la prima de riesgo del bono español frente al alemán con vencimiento a 10 años.

Fuente: Diario El País.



Desde este momento, las empresas se enfrentaron a un mercado que cambió radicalmente y de forma muy rápida las premisas que hasta el momento estaban vigentes. Principalmente se puede destacar:

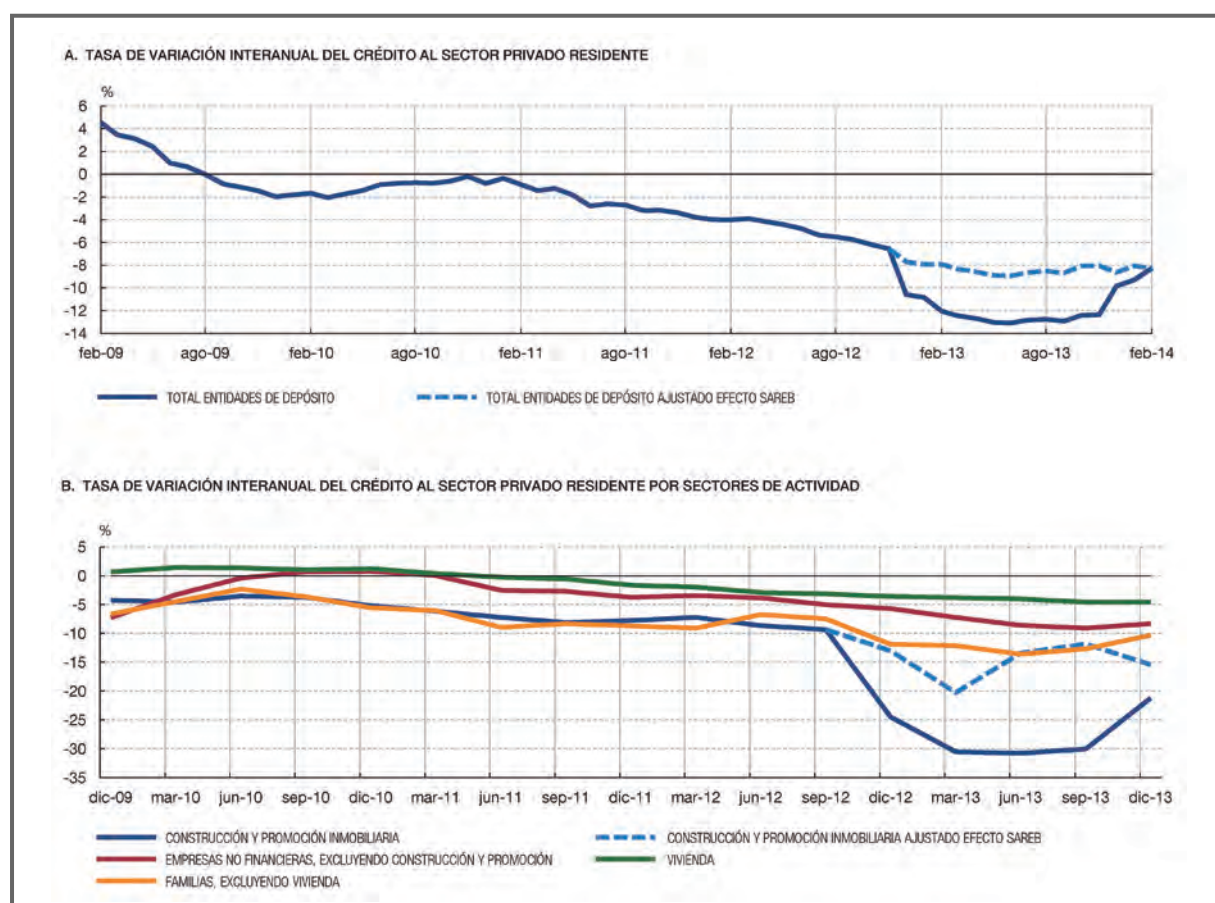
- Asistimos a un fuerte endurecimiento de los requisitos y condiciones que los bancos imponían a las empresas para concederles crédito. Estos endurecimientos también se produjeron en la refinanciación de los préstamos que iban venciendo. En la práctica, podríamos calificarlo como un estrangulamiento en toda regla del crédito bancario.

- A la par, se lleva a cabo también un fuerte endurecimiento del precio de los créditos con una sustancial elevación de los tipos, así como del diferencial que los bancos demandaban a los prestamistas.

De esta forma, la economía real se vio fuertemente constreñida en materia de crédito bancario, tal y como puede apreciarse en los siguientes gráficos.

GRÁFICO 3. Evolución del crédito al sector privado residente.

Fuente: Banco de España.



Podemos destacar que:

- Las variaciones negativas del crédito comenzaron a partir de agosto del año 2009.
- El momento de mayor caída se registró durante el ejercicio 2013, concretamente durante el segundo y tercer trimestre, donde las variaciones interanuales se situaron sobre el 30%, en tasa de variación interanual.
- En el último trimestre se ha suavizado la caída; aun así continúa en tasas fuertemente negativas, concretamente el 8,2% en febrero de 2014.

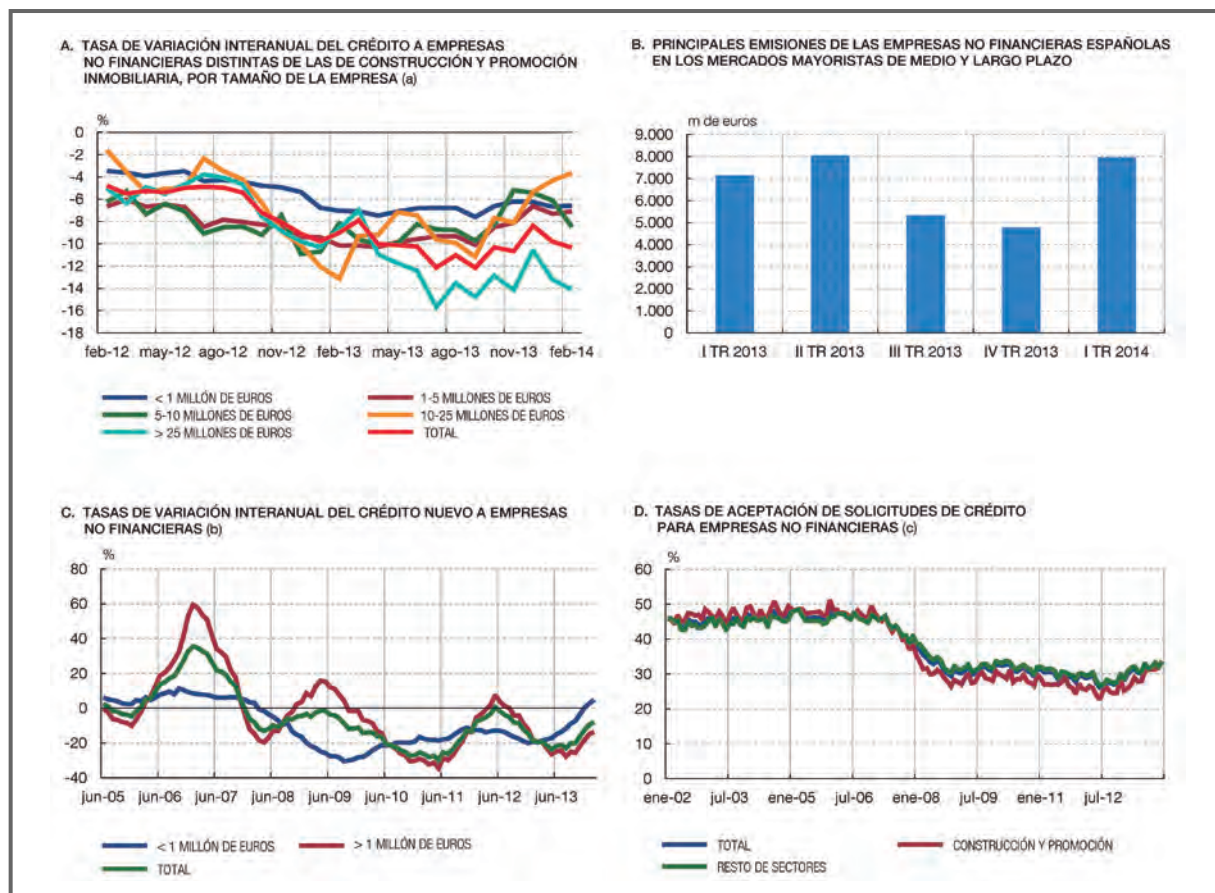
- El mayor impacto en la caída del crédito lo ha llevado el sector de la construcción; de ahí que posteriormente sesguemos hacia este sector el estudio sobre el crédito de las pymes, donde, a febrero de 2014, el porcentaje de reducción era de un 15,4%, mayor que el que observamos a diciembre de 2012.

El momento de mayor caída se registró durante el ejercicio 2013, concretamente durante el segundo y tercer trimestre

Para continuar con el análisis, la reducción del crédito es común a todas las empresas, independientemente del tamaño. A continuación, podemos observar gráficamente la evolución de esta variable referida a empresas no financieras distintas de las de la construcción y promoción inmobiliaria, teniendo en cuenta el tamaño de la empresa. Los datos de evolución del crédito a la construcción se aborda para mayor detalle en el punto 2.3.2.: *Situación crediticia del sector constructor*, de forma detallada.

GRÁFICO 4. Evolución del crédito al sector privado residente.

Fuente: Dealogic, Central de Información de Riesgos (CIR) y Banco de España.



Una cuestión de máxima importancia es la refinanciación de préstamos que las entidades de crédito están llevando a cabo, algo que el propio Memorándum de Entendimiento, MoU, exigía. Los datos proporcionados por el Banco de España de este tipo de operaciones los exponemos a continuación.

GRÁFICO 5. Peso de los préstamos refinanciados y reestructurados, según sector. Diciembre 2013.

Fuente: Banco de España.

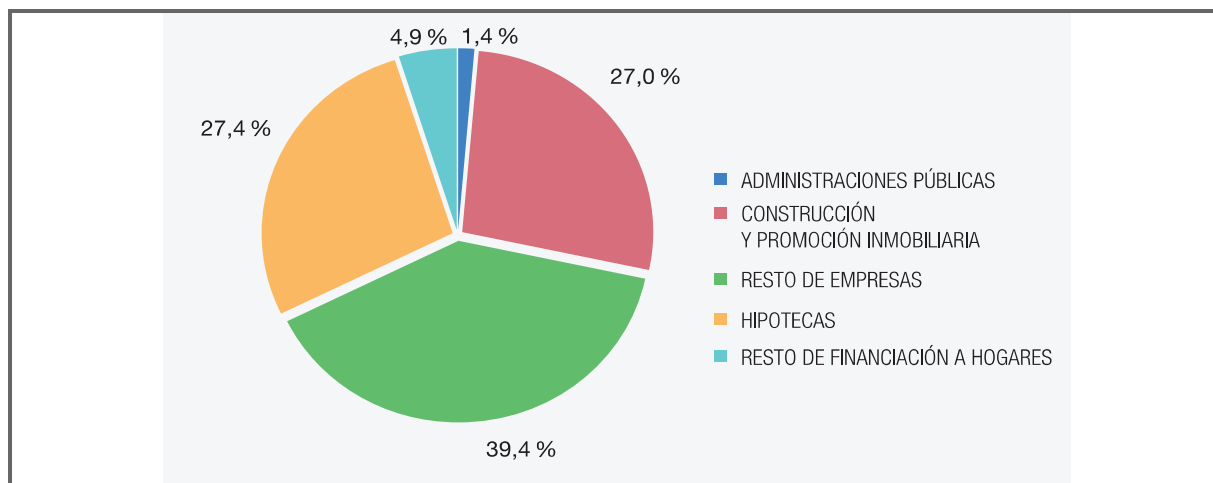
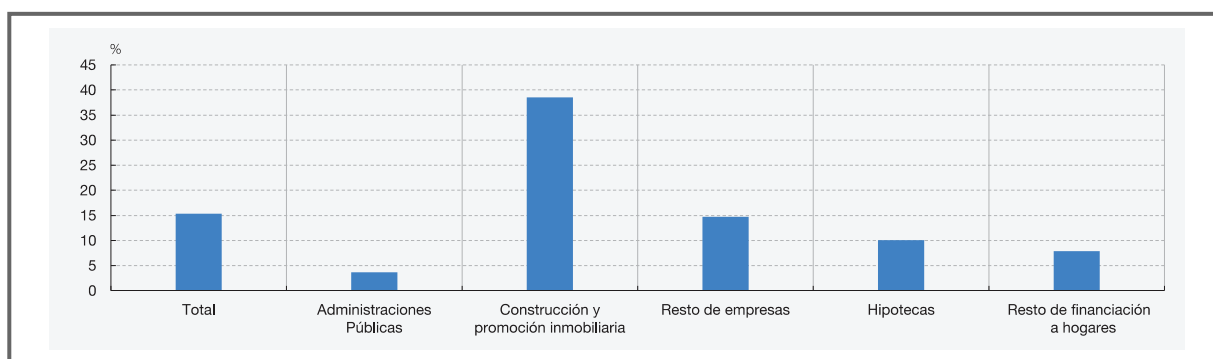


GRÁFICO 6. Peso de los préstamos refinanciados y reestructurados sobre su cartera respectiva. Diciembre 2013.

Fuente: Banco de España.



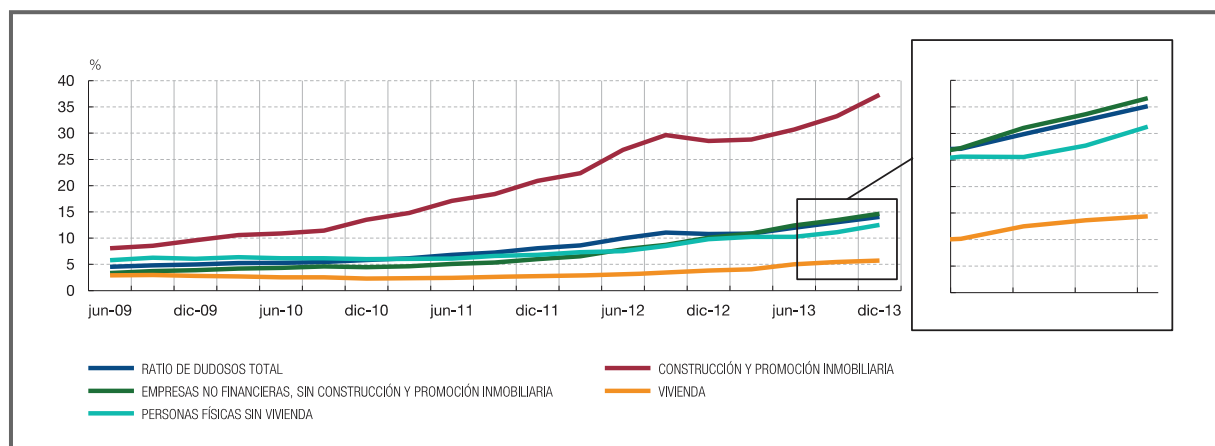
Como podemos apreciar, ha sido la construcción y la promoción inmobiliaria las que tienen un protagonismo mayor en este tipo de operativa, aun cuando por sector —teniendo en cuenta ambas, la construcción y la promoción— no sea el primero por importancia, ya que ocupa el tercer puesto, con un 37%. Sin embargo, es muy llamativo ver cómo, cuando analizamos el peso que la refinanciación ha tenido sobre la cartera relativa a estos préstamos, la refinanciación supone prácticamente el 39% de la misma. Es evidente que este número de refinanciaciones permite disminuir el ratio de morosidad de este tipo de préstamos, los cuales, de no haberse refinanciado, hubiesen su-

La construcción y la promoción inmobiliaria son las que más préstamos refinanciados han tenido

puesto un aumento de morosidad, en un sector que tristemente encabeza la ratio de morosidad por sector de actividad.

GRÁFICO 7. Ratios de morosidad del crédito al sector privado residente.

Fuente: Banco de España.



Ante un desarrollo del crédito bancario muy difícil, la situación para la empresa española se complica. En la actualidad, y presumiblemente en el futuro, las empresas españolas tendrán que dedicar un mayor esfuerzo a planificar sus fuentes de financiación. La salida parece ser el acudir a fuentes de financiación alternativas a las que proporcionan los bancos. Ciertamente, muchas de ellas ya existían anteriormente, pero la crisis hace que las mismas deban ser consideradas mucho más de lo que previamente lo fueron. Esta idea se refuerza aún más si tenemos presente el MoU, que, detectando una dependencia enorme de nuestra financiación de los bancos, marcó la necesidad de desarrollar y facilitar el acceso a las empresas a sistemas de financiación alternativos. En este sentido, además de las entidades financieras, podemos encontrar como focos a los que acudir a la financiación a:

Las empresas tendrán que dedicar un esfuerzo mayor a planificar las fuentes de financiación

- Inversores profesionales que buscan mayor rentabilidad a sus inversiones que la de la banca tradicional, ya sea aportando recursos a los fondos propios o incrementando los volúmenes de deuda tanto *senior* como subordinada. Son conocidos bajo la denominación de *Value Investors*.
- Paralelamente a los *Value Investors*, encontraríamos también el *Capital Riesgo* y los *Family Office*, inversores que normalmente invierten de forma temporal en empresas de mediano y pequeño tamaño.

- Por supuesto, también el mercado de bonos es otra fuente de financiación. Hasta el momento, la experiencia española ha sido muy escasa en este tipo de bonos, cuyas empresas responderían a *ratings* por debajo de BBB, conocidos en el mercado como *high yield bonds*. El Mercado Alternativo de Renta Fija es ya una realidad, y precisamente tenemos en estos momentos tres emisiones de este tipo de sociedades. Complementariamente a este mercado, será necesario desarrollar un Mercado Alternativo de Renta Fija para pymes, el cual está en estos momentos en fase de desarrollo, pero muy necesario para permitir a las pequeñas empresas optar a la captación de préstamos a través de bonos y obligaciones.
- El Mercado Alternativo Bursátil también es otra posibilidad. Anterior al MARF, constituye el mercado donde buscar recursos para el capital social de la empresa.
- Plataformas de financiación y figuras especiales como, por ejemplo, el *crowdfunding*, el *crowd-lending*, etc.
- Ayudas públicas, si bien con las restricciones presupuestarias actuales; su participación será totalmente puntual y de muy baja importancia. En la actualidad, en cuanto a importe, estarían por debajo del 1%.

Hasta el momento, hemos descrito el escenario que ha llevado hasta la situación presente y hemos visto las posibles alternativas, pero parece necesario ver a qué nos enfrentamos ya, desde este preciso momento. Por todos es conocido que aquellos países que sufren una crisis bancaria se enfrentan a una fuerte contracción del crédito derivado del mismo, pero también que a la larga se produce una persistencia del descenso del crédito y la resistencia a aumentar el mismo. Esta resistencia es aún mayor si hablamos de pymes, las cuales constituyen una gran parte de la estructura económica de este país. Teniendo en cuenta que las nuevas normas de Basilea III sobre recursos propios, liquidez y riesgo, la anterior afirmación cobra aún más relevancia. Pero, ante esta situación, lejos de resignarse, la empresa debe ser consciente de que existen alternativas, tal y como acabamos de ver. La diversificación de las fuentes de financiación para la empresa va a ser en estos momentos una necesidad a llevar a cabo. La empresa y sus departamentos financieros deben tener presente que la actual crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de diversificar esas fuentes de financiación.

Hoy por hoy, existen fondos suficientes para financiar a las empresas. En un interesante artículo, John Katovic se hacía eco de esta abundancia de capitales, al menos en el caso del mercado americano. Extraemos de su artículo, publicado en la revista FOCUS, número 226, los siguientes comentarios:

El problema no es la falta de fondos disponibles por la población no acreditada. En mi condado de Alameda, al este de San Francisco, California, hay suficientes fondos para invertir en manos de los individuos, en el ahorro, en valores y cuentas de jubilación para financiar la pequeña empresa tres veces más que las que necesitaría uno. El principal hándicap de este grupo potencial de dinero son las restricciones que impiden a la mayoría de los individuos la inversión en las empresas privadas. Como Michael Shuman ha señalado,

una persona puede volar a Las Vegas y perder todos sus ahorros sin necesidad de rellenar un formulario único, pero invertir en una empresa privada es más restrictivo y difícil hoy de lo que ha sido siempre, y para la mayoría de la población es muy difícil, a menos que sepa exactamente dónde buscar. Estas restricciones terminan costando a las empresas privadas necesitadas de capital, el cual es necesario para crecer y prosperar. Si los gobiernos nacionales o estatales iban a poner en marcha reformas simples, de costo cero, el número y la variedad de oportunidades de inversión locales se expanden de manera espectacular, y que estarían en condiciones de contratar.

Considere esto: El Departamento de Comercio de EE.UU. informó que las pequeñas empresas del país son el segmento de mayor crecimiento de la economía de EE.UU. Así, 27,5 millones de pequeñas empresas emplean a la mitad de todos los empleados del sector privado y contribuyen, de media, al PIB con alrededor de 5,5 billones de dólares al año. Se incluyen nuevas empresas de alto crecimiento que tienen el potencial de convertirse en potencias corporativas y que producen 16 veces más patentes que las grandes empresas. Ellos son responsables de más de 2 de cada 3 empleos creados en los últimos 30 años, mientras que las grandes empresas han sido destructoras de empleo neto. Hay pruebas abrumadoras de que las pequeñas empresas locales son el recurso sin explotar, y muy probablemente la única forma de salir del actual malestar económico.

Las empresas de tamaño pequeño y mediano son la columna vertebral de la economía global. Pero los mercados de capital de hoy fallan en cuanto a las necesidades de las economías de la comunidad con el riesgo de apagar la innovación. La imposibilidad de obtener capital es la razón de que la mitad de las nuevas empresas no duren más de cinco años. La misión principal de un banco solía ser apoyar las economías locales; sin embargo, actualmente, los préstamos bancarios a las pequeñas empresas en su mayoría se han secado.

2.1.1. El crédito a las pymes. Una visión enfocada hacia el sector de la construcción

2.1.1.1. Introducción

La actual crisis económica, que ha golpeado a las principales economías desarrolladas, se inició en el año 2007. La misma que está provocada por un aumento cuantioso del crédito, especialmente relacionado con el sector de la construcción. La crisis ha tenido diferentes fases: crisis financiera internacional, crisis económica que afectó a la economía real, especialmente en el sector de la financiación inmobiliaria, y crisis de deuda pública.

Cuando parece llegar a su fin en nuestro país, es importante analizar los relevantes cambios en la economía española. En primer lugar, aparecen las cajas de ahorro, las cuales con una enorme vinculación con la financiación al sector inmobiliario, han prácticamente desaparecido. Pero no menos importante ha sido el impacto que ha tenido esto en la financiación inmobiliaria. Esta parte del estudio, que quiere servir como un paso a posteriores análisis, se centra precisamente en el sector de la construcción, el cual ha sido el peor parado y el que necesita de mayor “imaginación” para recuperar la financiación.

Si hasta hace poco la principal vía para proporcionar recursos a este importante sector económico era el préstamo bancario, en la actualidad parece difícil. Los cambios en la normativa, contabilidad y aportación de fondos propios a los bancos, contribuyen a agravar la situación. En el pasado, el impacto ha venido de la mano de las provisiones genéricas, los denominados “colchones de provisiones”, pero después se han exigido y se seguirán exigiendo importantes dotaciones para cubrir diferentes riesgos: tanto dudosos, como en situación normal y nuevas exigencias. Además, es importante destacar que este incremento debe responder en cuanto a cantidad como a calidad de las mismas.

Los cambios en la normativa, contabilidad y aportación de fondos propios a los bancos, han agravado la situación

2.1.1.2. La crisis financiera en España y sus consecuencias sobre la financiación

Puede fecharse la crisis económica española en el año 2008, prácticamente tan sólo un año después de que la crisis estallara en EE.UU., en verano de 2007, por la morosidad desatada sobre las hipotecas *subprime*; crisis que se hizo constatable en el año 2009. Ha sido una crisis financiera, dado lo altos niveles de préstamos que erosionaron tanto los balances como las cuentas de resultado de las entidades financieras en general y a las cajas de ahorro, en particular; y que acabó afectando a la economía real.

Todo economista sabe que la mezcla de crisis financiera con economía real es letal para un país. No debe, por tanto, extrañar que la crisis deje dos enormes problemas macroeconómicos: desempleo y deuda pública. Pero también tiene otras repercusiones que este estudio quiere resaltar: por una parte, la falta de confianza en el sector bancario, sector que queda muy dañado en el riesgo reputacional, y por otra, la falta de crédito que en el caso español y especialmente en el sector inmobiliario se ve agravada por la falta de experiencia y acceso de las empresas de construcción e inmobiliarias a los mercados de capitales.

En efecto, la falta de diversificación de nuestras empresas más allá del sector crediticio ha agravado aún más la situación. No es de extrañar, por tanto, que el Memorandum de Entendimiento, firmado por España el 20 de julio de 2012, recogiera esta necesidad entre las necesidades marcadas por España.

En primer lugar, el MoU confirma lo manifestando anteriormente; así, en el punto 2 se declara:

La crisis financiera y económica mundial ha puesto de manifiesto las debilidades en el modelo de crecimiento de la economía española. España experimentó un largo período de fuerte crecimiento basado, en parte, en el auge de la demanda interna basada en el crédito. Los bajos tipos de interés reales desencadenaron la acumulación de grandes desequilibrios internos y externos, así como la creación de una burbuja inmobiliaria. La corrección súbita de ese auge en el contexto de la crisis financiera internacional condujo a la recesión y a la destrucción del empleo.

Las consecuencias de ello también vienen recogidas en dicho documento, en los puntos 3, 4 y 5:

3. *La reversión de esos desequilibrios económicos está lastrando las perspectivas económicas. El desapalancamiento del sector privado conlleva una disminución de la demanda a medio plazo. La considerable necesidad de financiación externa aumenta la vulnerabilidad de la economía española. Será necesario el paso a un superávit duradero de la cuenta corriente para reducir la deuda externa hasta un nivel sostenible. La deuda pública está aumentando rápidamente debido a un alto déficit generalizado de las administraciones públicas desde el inicio de la crisis, vinculado a la transición a un modelo de crecimiento con menor componente tributario.*

4. *Los retos a los que se enfrentan algunos segmentos del sector bancario continúan afectando negativamente a la economía, al persistir las restricciones en los flujos de crédito. En particular, la gran exposición a los sectores inmobiliarios y de la construcción ha erosionado la confianza de los inversores y los consumidores. El estrechamiento de los vínculos entre el sector bancario y la financiación soberana ha generado un círculo vicioso. Así, la reestructuración (incluida, en su caso, la resolución ordenada) y la recapitalización de los bancos es esencial para atenuar esos vínculos, aumentar la confianza e impulsar el crecimiento económico.*

5. *Con la excepción de unas pocas grandes entidades de crédito con intereses diversificados a escala internacional, los bancos españoles han perdido el acceso en condiciones favorables a los mercados mayoristas de financiación. Como consecuencia de ello, los bancos españoles han pasado a depender en gran medida de la refinanciación del Eurosistema. Además, la capacidad de endeudamiento de los bancos españoles se ha visto gravemente mermada por el impacto de la rebaja de la calificación sobre la disponibilidad de activos de garantía.*

Por todo ello, el MoU, en el punto 27, establece la necesidad de acometer una desintermediación bancaria que supere o busque una diversificación del canal financiero bancario:

27. *Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria. A la luz de la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria, las autoridades españolas prepararán, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo. Fruto de ello ha sido la creación y puesta en marcha del Mercado Alternativo de Renta Fija.*

El MoU, en el punto 27, establecía la necesidad de acometer una desintermediación bancaria que supere o busque una diversificación del canal financiero bancario

Es necesario hacer un inciso para entender la importancia que la financiación inmobiliaria ha tenido, de la cual los dos ejemplos que traemos dan una imagen nítida de la situación:

- Las hipotecas de alto riesgo representaban en España, a junio de 2009, el 15,9% del crédito hipotecario vivo en España.
- La tasa de morosidad de la financiación a la construcción y promoción se elevó hasta el 17,1% a junio de 2011, aumentando en siete puntos respecto al año anterior.

2.1.1.3. Pymes nacionales y relación con el sector constructor

Al igual que ocurre en el resto de sectores económicos de nuestra nación, el sector de la construcción no es ajeno a su atomización; en otras palabras, existe un amplio número de empresas que se encuadran bajo la denominación de: mediana, pequeña y micro empresa.

En primer lugar, es conveniente recordar la definición de pyme, la cual podemos encontrar esquemáticamente en el siguiente gráfico, que recoge la clasificación de empresas propuesta, el 6 de mayo de 2003, por la Comisión Europea, donde adoptó una nueva Recomendación para tener en cuenta los cambios económicos ocurridos desde 1996 (anterior propuesta de definición) y que entró en vigor el 1 de enero de 2005 y se aplica a todas las políticas, programas y medidas que arbitra la Comisión para las pymes.

GRÁFICO 8. Definición de pyme.

Fuente: La nueva definición de pyme. CE.

Categoría de empresa	Cálculo de plantilla: Unidades de trabajo anual (UTA)	Volumen de negocios anual	Balance general anual
Mediana	< 250	≤ 50 millones de euros (40 millones de euros en 1996)	≤ 43 millones de euros (27 millones de euros en 1996)
Pequeña	< 50	≤ 10 millones de euros (7 millones de euros en 1996)	≤ 10 millones de euros (5 millones de euros en 1996)
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de euros (no delimitado anteriormente)	≤ 2 millones de euros (no delimitado anteriormente)

Realizada la definición, parece interesante ver el número de empresas y tipología de las mismas existentes en España. En el siguiente gráfico podemos constatar esta importancia y comparar nuestra situación con la de Europa:

TABLA I. Empresas según estrato de asalariados y porcentaje total en España y en la UE. Año 2012.

Fuente: INE.

	Micro Sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más	Total
ESPAÑA	1.763.120	1.286.587	121.601	20.108	3.191.416	3.794	3.195.210
%	55,2	40,3	3,8	0,6	99,9	0,1	100
UE-27 ¹ %	92,2	6,5	1,1		99,8	0,2	100

Del cuadro anterior cabe destacar dos aspectos básicos:

- La importancia de la pyme en España es considerable, dado que supone el 99,88% del número de empresas.
- El porcentaje de grandes, medianas y pequeñas empresas puede considerarse atomizado. El esquema de este tipo de empresas responde a los siguientes porcentajes:
 - ◇ Grandes empresas: 0,1%
 - ◇ Medianas empresas: 0,6%
 - ◇ Pequeñas empresas: 3,6%
- En comparación con la Unión Europea, las microempresas (de 0 a 9 empleados) en España suponen el 95,7% del total de empresas, 3,6 puntos por encima de la estimación disponible para el conjunto de la UE en 2012 (92,1%). También hay una diferencia significativa en la representatividad de las empresas españolas pequeñas (3,6%), 3 puntos por debajo de la estimación para el conjunto de la UE27 (6,6%).

La importancia de la pyme en España es considerable, dado que supone el 99,88% del número de empresas

Pero esta característica de atomización es aún más marcada en el caso del sector de la construcción en España. A continuación realizamos un pequeño análisis de lo que acabamos de comentar.

En primer lugar, es importante destacar que el porcentaje de número de empresas españolas que opera en el sector de la construcción es del 14,5% (ver cuadro adjunto):

TABLA 2. Distribución sectorial de las empresas españolas. Año 2012.

Fuente: INE.

Industria	Construcción	Comercio	Resto de Servicios	Total
214.237	462.720	772.515	1.745.738	3.195.210
6,7%	14,5%	24,2%	54,6%	100%

La desagregación de empresas por la tipología según el tamaño de cada una de ellas en los diferentes sectores económicos, agudiza aún más el problema en el sector de la construcción que antes comentábamos. Tal y como podemos observar en el siguiente cuadro, es muy llamativo ver que no existe ninguna empresa grande, siendo tan solo el 3,5% las empresas que tienen un tamaño mediano o pequeño dentro del sector; y siendo el resto, nada menos que el 96,5% de empresas, micro empresas sin asalariados o con asalariados.

En España el 14,5% de las empresas trabaja en el sector de la construcción, y de éstas el 99,9% son pymes

TABLA 3. Distribución sectorial por tamaño de las empresas españolas. Año 2012.

Fuente: INE.

	Micro Sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más
Industria	38,5%	46,6%	12,3%	2,3%	99,6%	0,4%
Construcción	59,6%	36,3%	3,7%	0,4%	99,96%	0,04%
Comercio	51,3%	45,4%	2,9%	0,4%	99,9%	0,1%
Resto de Servicios	57,8%	38,3%	3,2%	0,6%	99,9%	0,1%
Total	55,2%	40,3%	3,8%	0,6%	99,9%	0,1%

Por último cabe destacar del estudio del Ministerio de Industria, Energía y Turismo una observación que hace en su informe *Retrato de las pymes 2014: Un mayor nivel de desglose de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009)* "muestra que, en 2012, el sector que concentra un mayor porcentaje de pymes es el de establecimientos de bebidas (5,8%), seguido por construcción de edificios (4,9%) y transporte de mercancías por carretera y servicios de mudanza (3,7%)".

El sector de la construcción redujo en más de 10 puntos porcentuales su peso en el PIB, pasando del 21,9% en 2007 al 10,5% en la actualidad

Todos estos datos que hemos querido destacar, ponen de manifiesto la importancia que la pequeña y mediana empresa tiene en el sector de construcción. Su menor tamaño perjudica a su acceso al mercado de capitales y, por ende, complica su acceso a la financiación.

Vista la estructura que tiene el sector constructor en España, pasamos a referirnos a la importancia del mismo dentro de la actividad. En este sentido, cabe destacar que el sector de la construcción redujo en más de 10 puntos porcentuales su peso en el PIB durante la crisis, dado que a cierre de 2013 este sector suponía el 10,5% de la economía, frente a la tasa del 21,9% que representaba en 2007, año en que comenzó a fraguarse al actual crisis. Teniendo presente que se estima en un billón de euros el PIB español, a falta de confirmación conforme a la revisión que se va a llevar a cabo, estaríamos hablando de prácticamente 100.000 millones de euros.

Es conveniente tener presente que la disminución de la contribución de la actividad constructora a la economía nacional ha sido paulatina durante los últimos ejercicios, de forma que en 2010 se situaba en el 15,5%, según datos de la Confederación Nacional de la Construcción (CNC). Para el ejercicio 2014, el sector considera que la construcción seguirá detrayendo al crecimiento económico. De hecho, calcula que restará 0,6 puntos al crecimiento del PIB, “en caso de que no se fomente un impulso a la inversión en obras, pública o privada”.

En la misma línea, tanto la CNC como la patronal de grandes constructoras, Seopan, calculan que la industria de la construcción destruirá otros 75.000 puestos de trabajo este ejercicio, sólo en el subsector de la ingeniería civil, de la construcción de grandes infraestructuras. Según las patronales constructoras, el conjunto del sector de la construcción español se contraerá en el ejercicio 2014 por el séptimo anual consecutivo, una caída que cifra en entre un 4% y un 6%.

2.1.1.4. El sector de la construcción español en cifras

Resaltada la problemática de la atomización de la economía española en las empresas, pasamos ahora a detallar, a través de una serie de cuadros, los datos de la economía española en los tres últimos años. Después de cada cuadro hacemos un breve comentario referido al sector constructor, que, de forma muy breve, intenta destacar la situación que vive y el tremendo impacto recibido en estos años. Todos los datos aparecen en el informe de evolución del sector de la construcción realizado por la Confederación Nacional de la Construcción para el tercer trimestre de 2013.

TABLA 4. Demanda. Volumen encadenado referencia 2000. Tablas de variación interanual.

Fuente: INE.

	2011				2012				2013		
	Tr.I	Tr. II	Tr.III	Tr. IV	Tr.I	Tr. II	Tr.III	Tr. IV	Tr.I	Tr. II	Tr.III
Gasto en consumo final	0,5	-0,9	-1,4	-2,2	-2,6	-3,4	-3,3	-3,9	-3,7	-3,2	-1,5
- Gasto en consumo final hogares	0,1	-1,0	-1,0	-2,7	-1,8	-3,1	-2,8	-3,6	-4,4	-3,3	-2,2
- Gasto en consumo final de las ISFLSH	-3,2	-2,5	-3,4	-3,7	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-1,1	-0,3	0,2
- Gasto en consumo final de las AAPP	1,8	-0,7	-2,2	-0,7	-4,9	-4,4	-4,9	-5,0	-2,0	-2,8	0,3
Formación bruta de capital fijo	-5,6	-5,4	-4,0	-6,6	-6,0	-6,9	-7,5	-7,7	-7,5	-6,3	-6,3
- Activos fijos materiales	-6,8	-6,2	-4,9	-7,4	-6,8	-7,6	-8,6	-8,3	-8,2	-6,6	-6,6
• Construcción	-12,4	-11,1	-9,2	-10,6	-8,6	-9,3	-10,9	-10,0	-10,2	-10,7	-10,3
• Bienes de equipo y acticultivos	8,9	6,3	5,7	0,3	-2,9	-4,3	-3,8	-4,8	-4,3	1,0	0,2
- Activos fijos Inmateriales	11,9	6,2	9,1	4,0	3,6	2,6	4,8	0,4	-0,3	-2,7	-2,5
Variación de existencias y adquisiciones	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
DEMANDA NACIONAL (*)	-0,9	-1,9	-2,0	-3,4	-3,4	-4,2	-4,2	-4,7	-4,4	-3,7	-2,5
Exportaciones de bienes y servicios	12,2	7,4	7,2	4,2	0,1	0,5	3,3	4,4	3,1	9,1	4,7
Importaciones de bienes y servicios	5,8	-0,7	0,0	-5,1	-6,9	-7,7	-4,6	-3,5	-4,7	2,5	0,7
PRODUCTO INTERIOR BRUTO pm	0,6	0,3	0,0	-0,6	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,6	-1,1

(*) Aportación al crecimiento del PIB a precios de mercado

De acuerdo con los datos proporcionados por CNC, se aprecia la caída continua del sector de la construcción que alcanza prácticamente en todos los trimestres una variación interanual del 10%. Ciertamente, la variación es negativa en casi todos los epígrafes que forman parte de la demanda nacional, pero, sin lugar a dudas —los datos así lo muestran—, la mayor caída, y con diferencia, se produce en el sector de la construcción, que está resultando el peor parado de esta crisis.

Se aprecia la caída continua del sector de la construcción del 10% en todos los trimestres

TABLA 5. Distribución sectorial de las empresas españolas. Año 2012.

Fuente: INE.

	2011				2012				2013		
	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II	Tr. III
Agricultura, ganadería, silv. y pesca	6,0	6,1	5,4	4,9	-6,9	-12,6	-11,2	-12,7	-6,3	0,5	-2,1
Industria	6,3	3,3	2,4	-1,1	-1,7	-0,7	0,2	0,4	-3,0	-2,6	-1,0
Construcción	-11,0	-9,4	-7,8	-7,8	-9,1	-8,6	-8,7	-7,7	-6,0	-6,5	-6,2
Servicios	1,8	1,6	1,2	1,1	0,7	-0,1	-0,4	-1,1	-1,1	-0,9	-0,5
- Comercio, transporte y hostelería	2,2	2,0	0,8	0,1	1,3	0,2	1,0	-0,5	-1,7	-0,4	0,0
- Información y comunicaciones	1,6	0,1	0,0	-0,2	0,9	1,3	1,0	0,5	-1,0	0,4	-2,0
- Actividades financieras y de seguros	-4,0	-3,9	-3,6	-1,2	0,8	1,0	-6,1	-6,9	-3,8	-4,0	-2,7
- Actividades inmobiliarias	3,0	2,9	3,1	3,0	0,9	0,8	1,6	1,1	-0,3	-0,5	-0,4
- Actividades profesionales	5,1	5,4	5,5	5,2	-1,2	-2,6	-1,5	-2,2	-0,9	-0,5	-0,4
- Adm. pública, sanidad y educación	1,6	1,4	0,8	0,8	0,4	-0,1	-1,3	-1,1	0,1	-1,8	-0,7
- Actv. Artísticas, recre. y otros serv	-0,7	-0,9	1,3	1,2	0,7	-2,2	-2,5	-3,0	-2,3	-0,4	1,3
Impuestos netos sobre los productos	-5,6	-5,8	-6,6	-6,5	-5,0	-4,7	-4,9	-5,1	-2,4	-1,3	-1,6
PRODUCTO INTERIOR BRUTO pm	0,6	0,3	0,0	-0,6	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,6	-1,1

La afirmación realizada anteriormente sobre el impacto en el sector de la construcción se ve con mayor claridad cuando lo analizamos sobre la variable de la oferta de una manera desagregada. El único componente que deja patente el impacto con aportaciones interanuales negativas es exclusivamente el sector de la construcción; junto con los impuestos, si bien estos están vinculados a la caída del PIB.

Por otra parte, y esta es una opinión propia, parece descartable que con una tasa registrada en el tercer trimestre de 2013 negativa del 6,2, la situación revierta en el corto plazo.

TABLA 6. Empleo. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Fuente: INE.

	2011				2012				2013			
	Tr.I	Tr. II	Tr.III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II	Tr. III	Tr. IV	Tr. I	Tr. II	Tr.III	
Agricultura, ganadería, silv y pesca	-5,3	-5,0	-6,1	-1,5	-1,6	-0,3	1,2	-3,5	-5,4	1,0	-1,3	
Industria	-1,5	-1,0	-0,9	-2,9	-4,2	-5,9	-5,6	-5,5	-5,8	-5,3	-6,0	
- Industria manufacturera	-1,8	-1,4	-1,3	-3,3	-4,9	-6,5	-6,3	-6,3	-5,8	-5,1	-5,5	
Construcción	-10,9	-15,7	-17,6	-19,8	-21,1	-18,1	-18,9	-17,8	-13,7	-14,4	-11,6	
Servicios	-0,3	0,3	-0,5	-1,5	-2,5	-3,8	-3,4	-3,8	-3,5	-3,0	-2,1	
- Comercio, transporte y hostelería	0,2	0,7	0,0	-2,3	-4,0	-5,5	-5,4	-6,2	-4,9	-2,6	-1,4	
- Información y comunicaciones	-1,2	3,9	0,1	2,1	2,6	0,7	-4,0	-4,4	-5,0	-5,6	-3,6	
- Actividades financ. y de seguros	-4,0	-3,9	-2,6	-3,1	-1,4	-4,6	-4,7	-1,9	-1,5	1,4	2,2	
- Actividades Inmobiliarias	-3,4	-2,7	-6,7	-4,4	0,8	3,1	-1,5	-5,7	-8,9	-11,4	-4,6	
- Actividades prof. científicas y téc.	-0,3	-0,7	-4,1	-3,0	-3,3	-3,2	1,5	-0,6	-2,6	-3,7	-3,6	
- Adm. pública, sanidad y educación	1,1	1,5	1,1	-0,1	-1,9	-3,4	-4,2	-3,2	-2,7	-4,1	-2,6	
- Activ. artísticas, recr. y otros serv.	-4,2	-2,3	0,0	0,1	0,6	-1,5	-0,5	-1,2	-0,9	0,9	-1,1	
TOTAL OCUPADOS	-1,7	-1,6	-2,4	-3,3	-4,3	-5,1	-4,7	-5,0	-4,6	-3,9	-3,2	
Agricultura, ganadería, silv y pesca	-4,2	-3,9	-7,0	0,0	-4,9	-1,7	-0,5	-5,8	-9,8	0,1	-2,4	
Industria	-1,3	-1,4	-1,0	-3,7	-5,1	-6,6	-6,3	-5,6	-5,6	-5,0	-6,0	
- Industria manufacturera	-1,5	-1,7	-1,4	-3,8	-5,7	-7,3	-7,1	-6,6	-5,7	-4,6	-5,6	
Construcción	-10,6	-15,4	-17,5	-19,9	-23,0	-20,0	-21,4	-20,2	-15,2	-15,9	-12,7	
Servicios	-0,2	0,6	-0,3	-1,3	-2,8	-4,3	-4,6	-5,0	-4,6	-4,2	-2,6	
- Comercio, transporte y hostelería	0,0	0,7	0,3	-1,9	-4,3	-6,1	-6,9	-7,7	-6,7	-4,1	-1,7	
- Información y comunicaciones	-3,4	2,2	-0,5	1,1	2,0	2,0	-4,6	-5,0	-5,5	-6,5	-3,8	
- Actividades financieras y seguros	-4,5	-4,1	-2,8	-3,1	-1,5	-4,9	-5,3	-2,4	-2,0	1,0	2,1	
- Actividades Inmobiliarias	4,5	6,7	4,1	5,7	5,0	8,7	0,5	-3,1	-7,9	-14,7	-8,2	
- Actividades prof. científicas y técn.	0,3	-0,1	-5,3	-3,8	-4,7	-5,3	-0,4	-3,7	-5,5	-6,5	-5,4	
- Adm. pública, sanidad y educación	1,1	1,5	1,2	-0,1	-2,1	-3,6	-4,3	-3,4	-2,7	-4,3	-2,8	
- Activ. artísticas, recr. y otros serv.	-3,2	-1,1	0,1	0,1	-0,3	-3,3	-2,7	-3,9	-2,9	-0,6	-1,4	
TOTAL ASALARIADOS	-1,4	-1,3	-2,2	-3,3	-5,0	-5,9	-6,0	-6,2	-5,7	-5,0	-3,8	

Por último, y para terminar con este breve flash de datos llamativos sobre la evolución del sector, hay que destacar la enorme caída de los puestos de trabajos relacionados con la construcción, siempre con más de dos dígitos. La enorme destrucción que deja la construcción difícilmente podrá

La enorme destrucción que deja la construcción, difícilmente podrá ser revertida en los próximos años

ser revertida en los próximos años. Es obligado señalar que, trimestralmente, la destrucción, de forma mayoritaria, tiene tasas superiores al 15%.

La afirmación del impacto negativo sobre el desempleo puede también observarse en el número de asalariados. Esta última afirmación es muy relevante, especialmente en el 2012, donde la variación es siempre superior o igual al 20%. A pesar de estas tremendas cifras durante los tres trimestres del 2013 que abarcan las estadísticas de la CNC, las cifras son siempre de dos dígitos y de forma mayoritaria dejan cifras superiores al 15%.

2.1.1.5. Importancia del sector en Europa y comparativa de las principales magnitudes con España

Si el punto anterior servía para ver la relevancia del sector respecto a la economía española, parece interesante comparar la situación del sector europeo frente al español para completar la radiografía; para ello recogemos los datos de producción, empleo y número de empresas de la Unión Europea y de España.

En primer lugar, nos ocupamos del valor de la producción. El sector de la construcción supone en la Unión Europea un volumen de negocio de 1,17 billones de euros, lo que representa un 9,1% del Producto Interior Bruto de la Unión Europea de los 27 países, según los datos de la Federación de la Industria de Construcción Europa, FIEC por sus siglas en inglés. Estos datos hacen que casi el 50%, concretamente el 49,9%, de la formación de capital fijo para la UE, corresponda al sector constructor.

El sector de la construcción supone en la Unión Europea un volumen de negocio de 1,17 billones de euros, lo que representa un 9,1% del PIB

En el siguiente cuadro ofrecemos un desglose de los datos anteriores, basados en el informe referido, donde se podrá apreciar la posición española:

TABLA 7. Valor de la producción del sector constructor. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.

Países de la UE	Millardos de Euros	%UE
Alemania	261	22,27
Francia	170	14,51
Italia	131	11,18
Reino Unido	129	11,01
España	115	9,81
Holanda	52	4,44
Suecia	50	4,27
Polonia	47	4,01
Bélgica	39	3,33
Austria	33	2,82
Finlandia	30	2,56
Dinamarca	26	2,22
República Checa	17	1,45
Portugal	14	1,19
Grecia	13	1,11
Rumanía	9	0,77
Irlanda	7	0,60
Bulgaria	6	0,51
Hungría	6	0,51
Eslovaquia	5	0,43
Luxemburgo	4	0,34
Estonia	2	0,17
Chipre	2	0,17
Lituania	2	0,17
Letonia	2	0,17
Eslovenia	1	0,09
Malta	0,5	0,04
Unión Europea	1.172	100,00

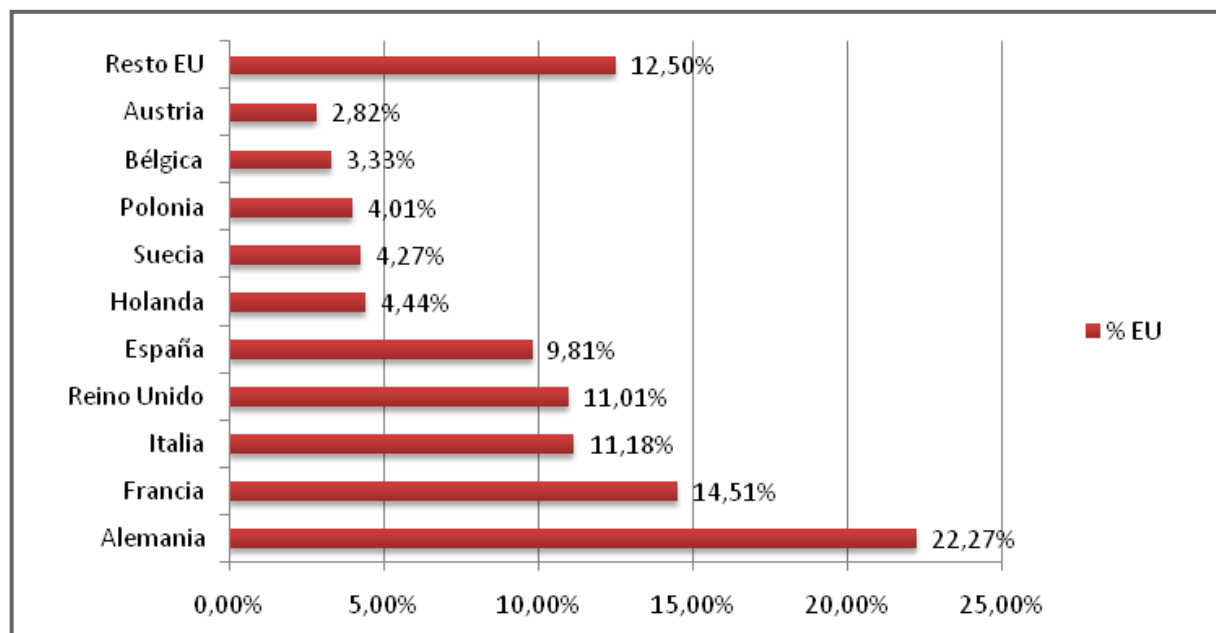
Principales países no-UE	Millardos de Euros
Suiza	52
Malta	55
Noruega	46

Otros países	Millardos de Euros
Estados Unidos	665
Japón	421

España es, por tanto, el quinto país en cuanto a volumen de la UE, teniendo una cuota del 9,81% del sector global europeo.

GRÁFICO 9. Detalle de la producción en los principales países de la UE. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.



Vamos ahora con el empleo, pues si los datos anteriores muestran la importancia de este sector de la actividad, no menos importantes son las cifras de empleo asociadas al mismo. Según, nuevamente, FIEC, el empleo del sector construcción es un 6,8% del total, y supone un 30,2% del empleo industrial, siempre manejando datos referidos a la UE. Nuevamente proporcionamos los datos desagregados.

TABLA 8. Número de puestos de trabajo generados por el sector constructor. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.

Países de la UE	Miles de Euros	%UE
Alemania	2.456	17,00
Francia	1.869	13,00
Italia	1.754	12,00
Reino Unido	1.997	14,00
España	1.148	8,00
Holanda	467	3,00
Suecia	312	2,00
Polonia	1.272	9,00
Bélgica	280	2,00
Austria	266	2,00
Finlandia	188	1,00
Dinamarca	143	1,00
República Checa	425	3,00
Portugal	357	2,00
Grecia	206	1,00
Rumanía	378	3,00
Irlanda	103	1,00
Bulgaria	173	1,00
Hungría	264	2,00
Eslovaquia	241	2,00
Luxemburgo	37	0,00
Estonia	42	0,00
Chipre	33	0,00
Lituania	89	1,00
Letonia	44	0,00
Eslovenia	60	0,00
Malta	11	0,00
Unión Europea	14.614	100,00

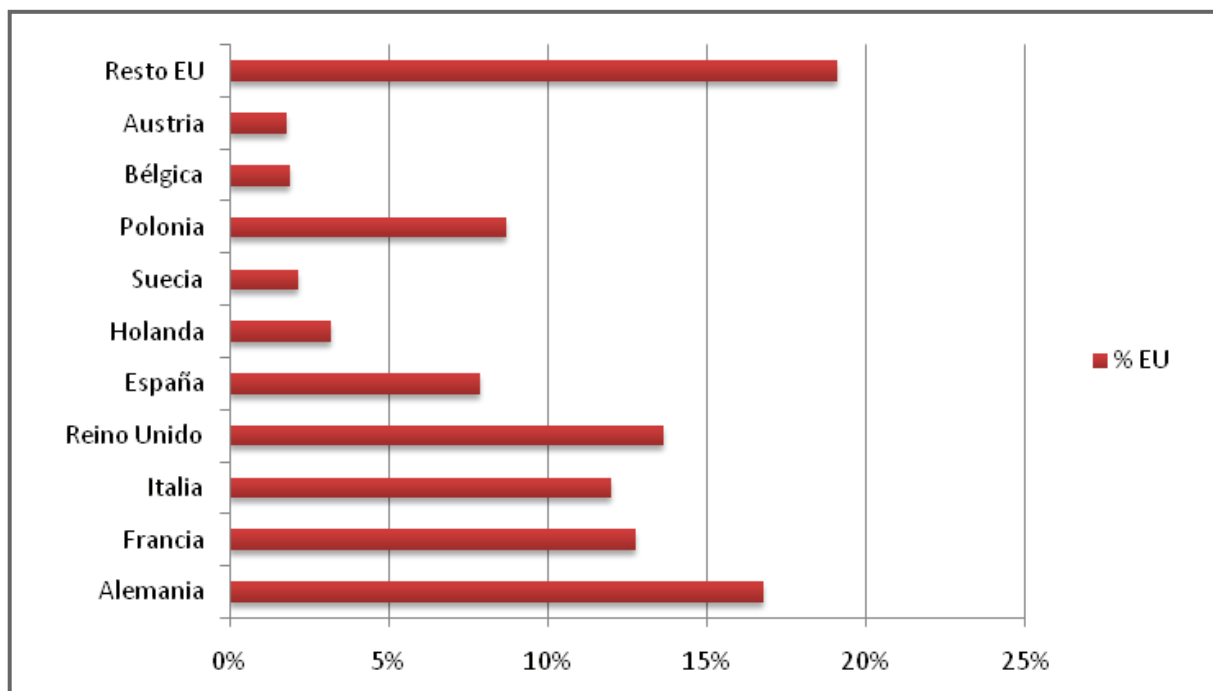
Principales países no-UE	Miles de Euros
Suiza	357
Malta	1.811
Noruega	199

Otros países	Miles de Euros
Estados Unidos	5.641
Japón	5.030

España es el quinto país de la UE, con 1,15 millones de puestos de trabajo, lo que supone un peso relativo del 8% en la Unión Europea.

GRÁFICO 10. Detalle de los trabajadores en los principales países de la UE. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.



Ya, por último y para completar los datos, tal y como hemos comentado, y poder tener una comparativa básica con la situación nacional cabe decir que existen en la UE 3,1 millones de empresas relacionadas con el sector de la construcción, donde el 95,7% emplean menos de 20 trabajadores. España ocupa el sexto lugar, donde, y en relación con los datos anteriores, Polonia ocupa el quinto lugar que con anterioridad tenía España.

En los siguientes cuadros se detallan las cifras desagregadas para la UE.

TABLA 9. Número de empresas relacionadas con el sector de la construcción en la UE. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.

Países de la UE	Miles de Euros	%UE
Alemania	390	12,52
Francia	355	11,39
Italia	563	18,07
Reino Unido	209	6,71
España	462	14,83
Holanda	131	4,20
Suecia	94	3,02
Polonia	160	5,13
Bélgica	84	2,70
Austria	31	0,99
Finlandia	42	1,35
Dinamarca	31	0,99
República Checa	220	7,06
Portugal	56	1,80
Grecia	95	3,05
Rumanía	25	0,80
Irlanda	10	0,32
Bulgaria	17	0,55
Hungría	98	3,15
Eslovaquia	3	0,10
Luxemburgo	2	0,06
Estonia	4	0,13
Chipre	3	0,10
Lituania	7	0,22
Letonia	3	0,10
Eslovenia	15	0,48
Malta	6	0,19
Unión Europea	3.116	100,00

España ocupa el segundo lugar, después de Italia en este aspecto, con 462.000 empresas, lo que supone el 14,83% del total de la UE. El dato de que España sea el segundo país que más empresas tiene, cuando es el quinto en cuanto a volumen de negocio y el sexto en puestos de trabajo, da una idea muy clara de la atomización de las empresas que el sector tiene en nuestro país.

TABLA 10. Número de empresas relacionadas con el sector de la construcción en países fuera de la UE. Año 2012.

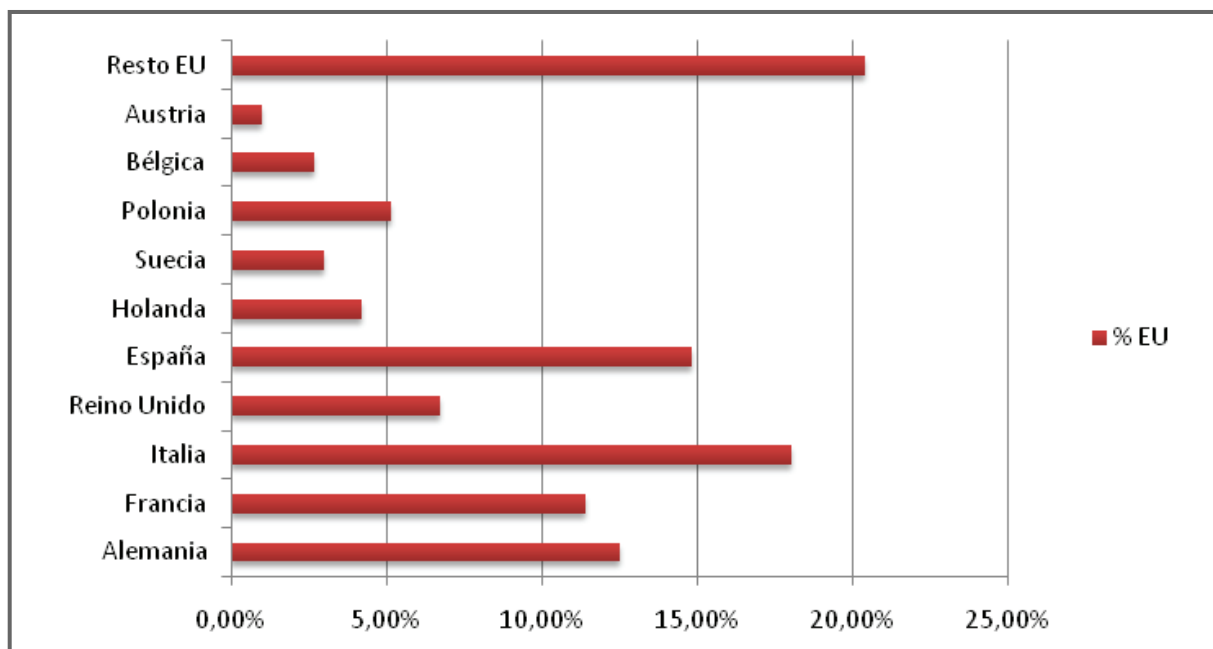
Fuente: Elaboración propia.

Principales países no-UE	Miles de Euros
Suiza	38
Malta	200
Noruega	50

Otros países	Miles de Euros
Estados Unidos	n.d.
Japón	n.d.

GRÁFICO 11. Detalle de las empresas en los principales países de la UE. Año 2012.

Fuente: Elaboración propia.



2.2. LAS PYMES Y EL MERCADO DE CRÉDITO

2.2.1. Introducción

Parece, según los datos anteriores, que la economía española es una economía de pymes. Pero esta aseveración es aún mayor en el caso del sector constructor español, donde en el último cuadro visto hasta el momento se ha puesto de relevancia al compararlo con la situación en Europa.

Ante esta situación, parece necesario vislumbrar cuáles son las fuentes de financiación para pymes, fuentes que acudirán a un mercado de crédito bancario que ya no va a ser igual al que conocíamos —ya nos hemos referido anteriormente al necesario impulso que el MoU señala en este camino— y que, por tanto, y es lo que el presente estudio pretende poner de manifiesto, el problema resulta relevante.

El acceso a otras fuentes de financiación permite a las empresas superar barreras e incrementar su base de inversores

Cuando hablamos de fuentes de financiación es necesario destacar cuatro aspectos:

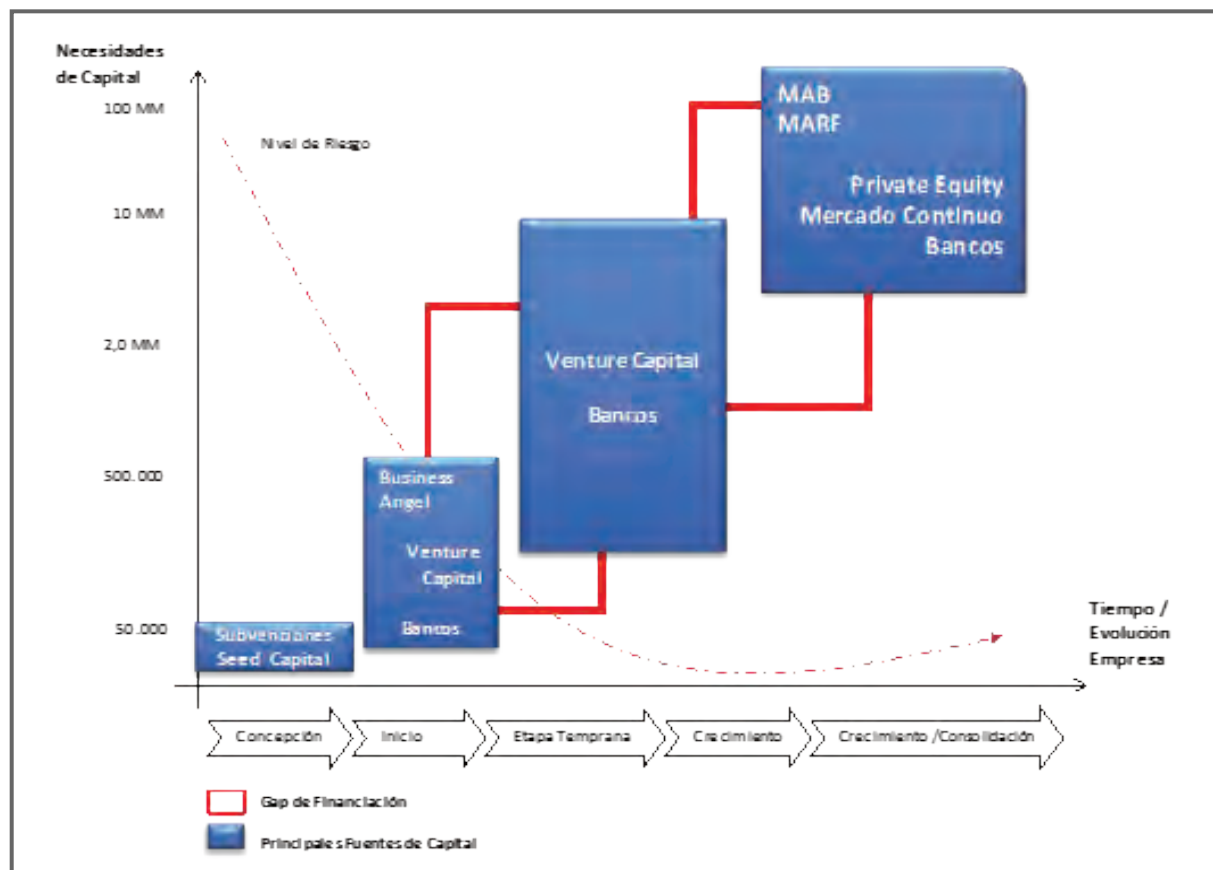
- Acceso a una base de inversores suficientemente diversificada y amplia.
- Acceso por parte de las pymes y superación de barreras.
- Tipología de vehículos de inversión y diseño de mercados para el acceso en aquellos segmentos que sean básicos.
- Reglamentación y acomodación del marco jurídico al respecto.

En el último aspecto, el de la regulación, hay una cuestión importante que es la fiscalidad, y que entronca tanto con el acceso a inversores como con la necesidad de derribar barreras para que las empresas puedan acceder. La regulación de la fiscalidad, aun siendo un aspecto de máxima importancia, no es objeto de este estudio. Nos centraremos principalmente en los tres primeros puntos, sin entrar en la reglamentación. En materia de leyes, tan solo partiremos de la que existe actualmente, dado que en este sentido la subordinación a la Comunidad Económica Europea (CEE) marca un serio contratiempo.

El IEB puso de relevancia cuáles eran las alternativas de financiación para las empresas en su estudio MARF: *Oportunidades para pymes y perspectivas para inversores*. En el citado estudio, se incluía el gráfico que reproducimos a continuación, donde se detallaban las posibilidades de inversión por parte de la empresa en cuanto a la evolución de la misma.

GRÁFICO 12. Alternativas de financiación para las empresas.

Fuente: BIS Economics Paper, 16, Jan 2012 y elaboración propia.



Con todo, y de cara a homogenizar las posibilidades de financiación, conviene tener en cuenta, una vez visto el acceso o segmentos más propicios en función de la situación o evolución de la empresa, las fuentes genéricas a las que acudir:

1. Financiación bancaria.
2. *Shadow banking*. En este caso estamos hablando de:
 - Financiación de mercados financieros organizados (Mercado continuo y AIAF en el caso español, así como los denominados mercados alternativos: MARF y MAB, en nuestro caso). Para el tema de la construcción, especialmente enfocado a la renta y alquiler relevante: los REIT's, en España denominadas SOCIMI's.
 - *Seed capital*.
 - Inversores únicos o de número reducido: *Business Angel*.
 - ◊ Amplia base de inversores o plataformas de financiación: *crowdfunding*.
 - ◊ *Venture capital*.
 - ◊ Private Equity y Fondos Cerrados.
3. Otros: subvenciones.

Salvo en el caso de las subvenciones, a continuación analizaremos los principales mercados de negociación para las pymes (no así para las grandes empresas, cuyo acceso al mercado es totalmente diferente) e intentaremos ver su especial problemática.

2.2.2. Financiación bancaria: Basilea III y la implicación del crédito hacia pymes

En la introducción de este estudio, Enrique Pérez-Hernández, profesor de IEB, ha hecho un desglose de los principales hitos que afectan al crédito bancario ahora mismo, con la nueva regulación. Pero este estudio no quisiera dejar pasar las implicaciones que esta nueva reglamentación, especialmente Basilea III, tiene sobre el crédito bancario, el cual hasta el momento ha sido la base de nuestro mercado crediticio y al que, salvo las grandes empresas, han estado acudiendo de forma masiva.

Conviene reseñar que una de las consecuencias de la crisis, pero la más relevante para su estudio, es sin, lugar a dudas, la constricción del crédito, algo que para la pyme es especialmente trascendente, dado que durante mucho tiempo solo ha tenido el canal bancario; a través de él se ha surtido de la financiación. Este acceso exclusivo es aún más relevante en las familias, las cuales, en nuestro caso, han dedicado su ahorro a la compra de viviendas, a las que accedían, y donde la pérdida de una enorme cantidad de puestos de trabajo ha disparado la morosidad bancaria.

Pues bien, a raíz de la situación descrita anteriormente, un grupo de expertos en banca ha llevado a cabo una serie de recomendaciones que son conocidas bajo el nombre de Basilea III. Del análisis de este grupo de expertos se han realizado una serie de recomendaciones que conviene, al menos, enunciar y que muestran que el denominado “grifo del crédito” no va a ser tan fácil como en el pasado, ni tan barato. Este estudio no se ocupa de analizar si las mismas son adecuadas o no, tan sólo intenta enunciar para mayor énfasis las nuevas condiciones que limitan y varían lo que anteriormente hemos denominado “grifo del crédito”. Las mismas ponen de relevancia la necesidad de desarrollo de nuevos mercados de financiación que en el caso de pymes parece estar en el *shadow banking* o fuentes alternativas a la bancaria, que ya hemos mencionado en el anterior punto y que posteriormente intentaremos abordar. Las empresas medianas cuentan ya, como en el caso español, con mercados alternativos oficiales ofrecidos por los mercados de capital, el MAB y el MARE. En el caso del MARE, insistimos en la relevancia que tiene para las medianas empresas, tal y como se puede leer en el estudio que el IEB desarrolló junto con Axesor.

El denominado “grifo del crédito” no va a ser tan fácil como en el pasado, ni tan barato

Por ello, como hemos comentado anteriormente, una de las consecuencias de la crisis fue el incremento de la regulación. El comité de Basilea se reunió, en septiembre de 2010, a raíz de los hechos descritos anteriormente y que habían puesto en evidencia que los riesgos de las instituciones, hasta el momento bajo el prisma de Basilea II, no habían sido los adecuados. La enorme cantidad de productos y vehículos creados durante la última década de siglo XX y la primera del XXI, no

contaban con las oportunas valoraciones de riesgo, y los balances de las entidades no recogían fehacientemente los peligros que contenían las inversiones realizadas.

Fruto de estas recomendaciones —ver el apartado *Nuevo marco regulatorio y sus consecuencias en el mercado de crédito bancario*—, el primer planteamiento fue el de redefinir los fondos propios de las necesidades financieras, además de elevar la cantidad de los mismos. Las recomendaciones por parte de Basilea III son claras y concluyentes: incrementar en cantidad y calidad los recursos propios. Para un mayor detalle, incorporamos los dos siguientes cuadros sobre los requerimientos de capital de Basilea III, así como sus componentes y límites de capital regulatorio al respecto.

GRÁFICO 13. Requerimientos de capital propio de Basilea III.

Fuente: Santiago Pernía (La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El bail-in).

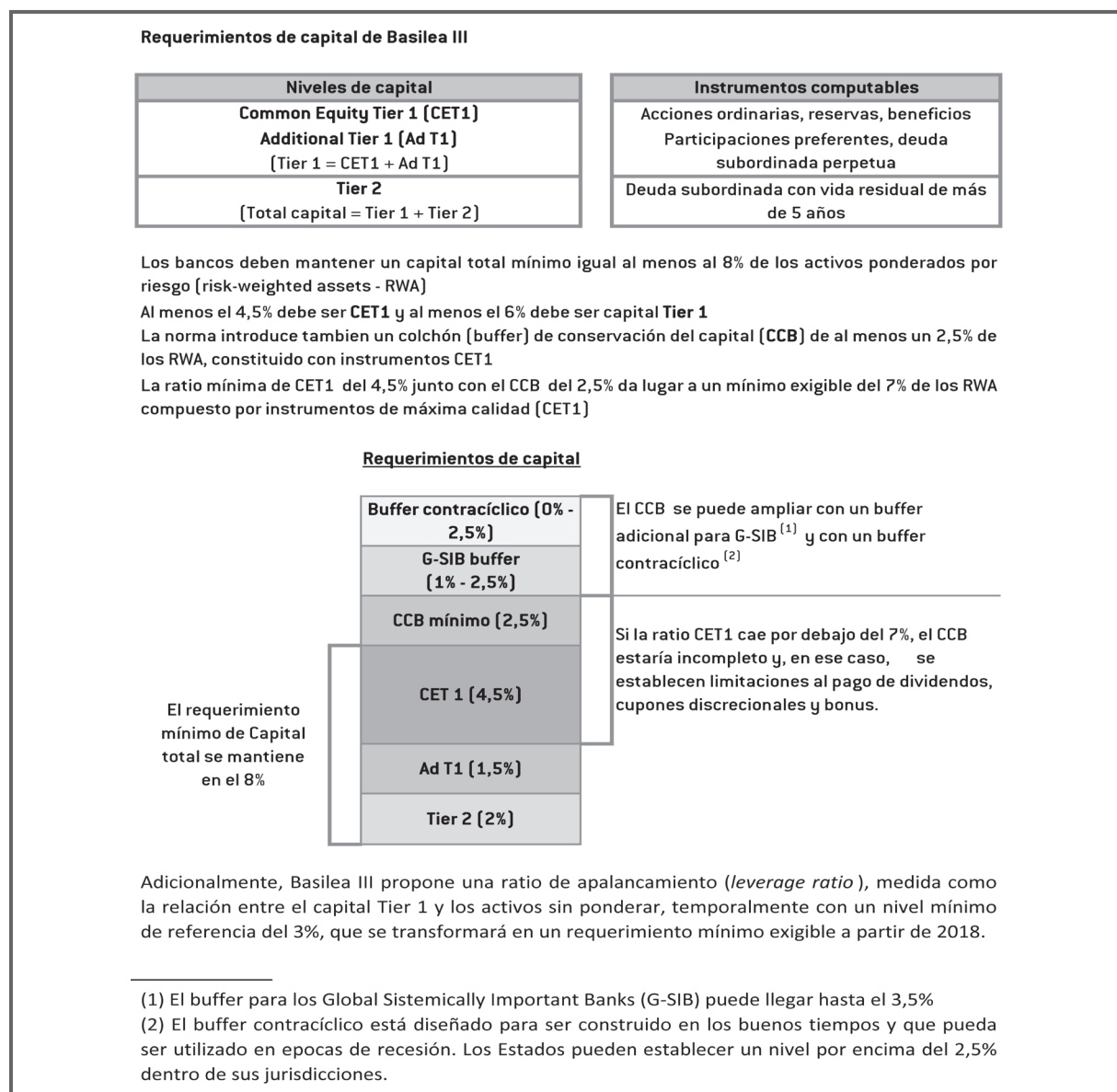
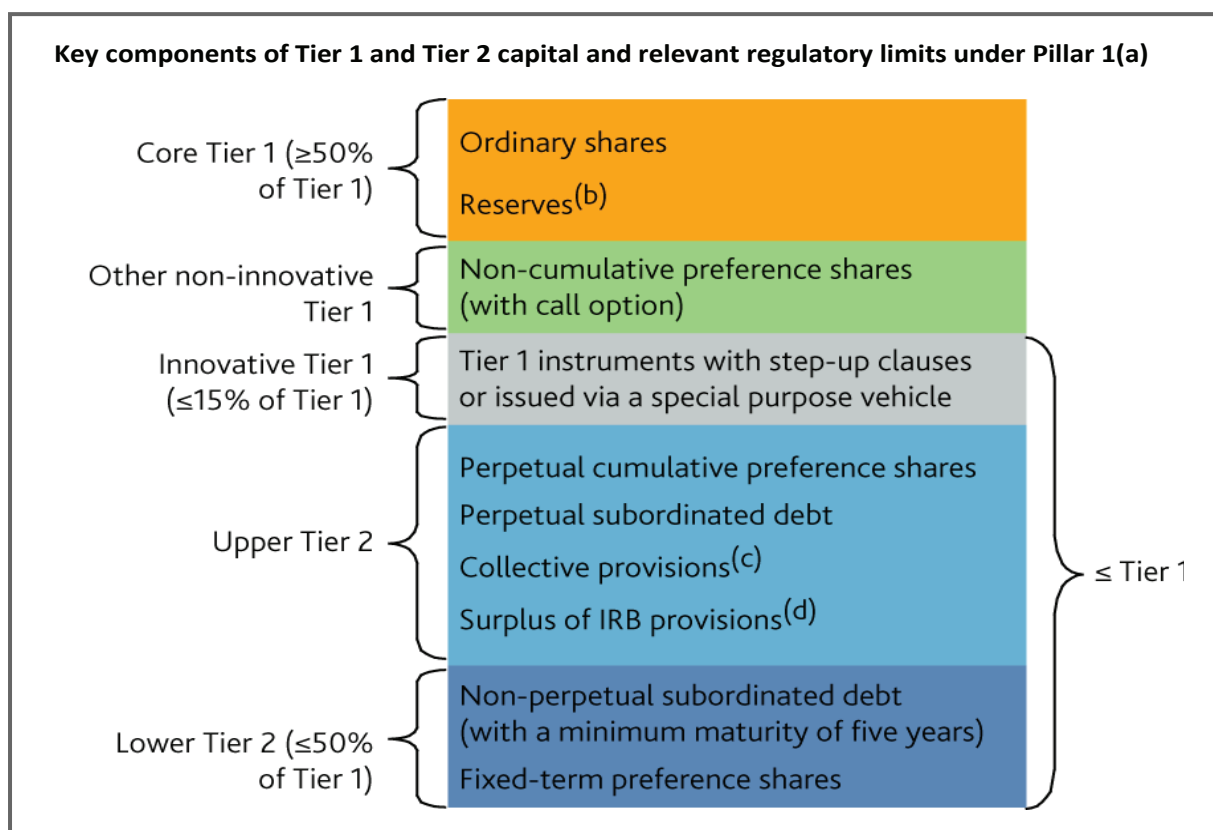


GRÁFICO 14. Componentes y límites de capital regulatorio según Basilea III.

Fuente: FSA.



Aumento, mantenimiento y liquidez se traducen en un encarecimiento, respecto al orden instaurado por Basilea II. Por tanto, no es gratuito decir que el crédito va a ser más caro que en décadas pasadas, una primera característica que hay que tener presente y que resulta de especial relevancia para el sector empresarial del que estamos hablando.

El crédito bancario va a resultar más caro, dada la caída de rentabilidad de las entidades, lo que acabará repercutiendo en los clientes, especialmente las pymes

Pero esta afirmación todavía se ve agravada si tenemos en cuenta la ratio de apalancamiento. Basilea III establece un coeficiente de apalancamiento que: *"debe ser la media del coeficiente de apalancamiento mensual durante el trimestre. El Comité aplicará un coeficiente mínimo de apalancamiento del 3% del capital de Nivel 1 durante el periodo de aplicación en paralelo comprendido entre el 1 de enero de 2013 y el 1 de enero de 2017"*.

A la vista de lo anterior, parece lógico pensar que el crédito bancario va a resultar más caro, dada la caída de rentabilidad de las entidades, que se acabará repercutiéndose a los clientes, que el que venía siendo hasta la crisis, a la vez que más escaso para todos los que acceden a él.

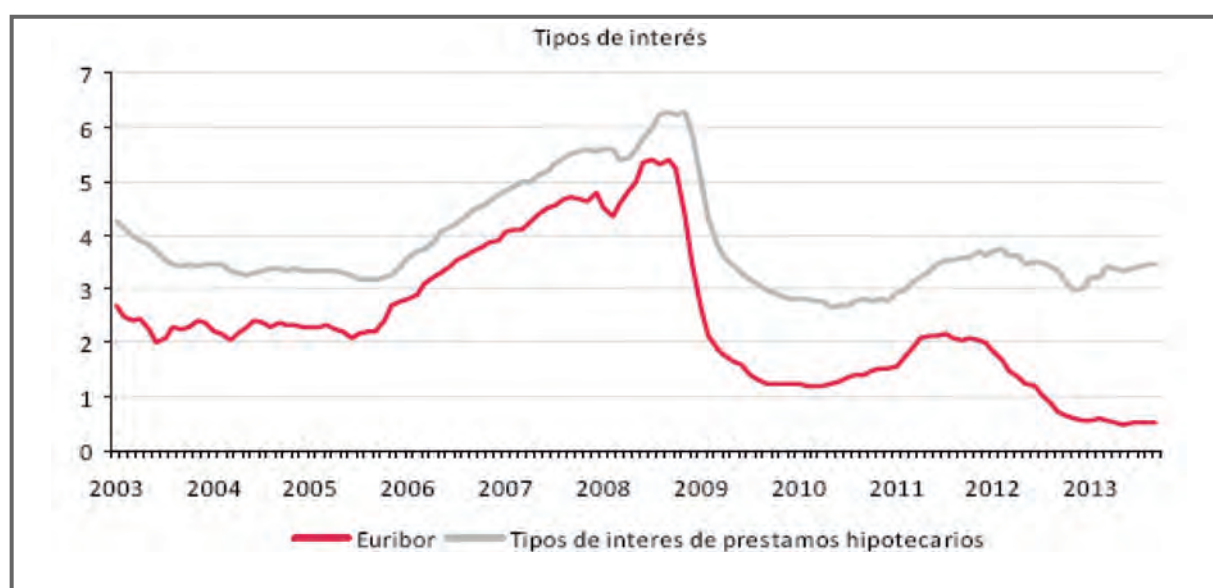
También esta afirmación se ve agravada en el sector de pymes, si tenemos en cuenta el tratamiento de riesgo que se tiene para estas empresas, pues además de la nueva reglamentación, la morosidad o el impago son también un enemigo que incide en la concesión a este tipo de empresas. El mayor riesgo de un crédito es el impago del mismo, circunstancia esta que se agudiza en las pymes, puesto que hablamos de entidades pequeñas, muy expuestas al ciclo económico. Esta fragilidad lleva a que las entidades crediticias exijan especialmente a estas entidades que aporten garantías al préstamo (estas garantías también son tratadas en Basilea III, algo que decanta la concesión de los crédito hacia proyectos empresariales que, aun cuando la rentabilidad del proyecto sea menor, sí se aporten garantías, suficientes y de calidad). Este aporte de garantías también está incluido en los principios o recomendaciones que emanan de Basilea III; entre ellas se recoge que serán las propias instituciones las que deberán asumir estos requerimientos, lo que, como comentábamos, repercutirá aún más en el estrechamiento del crédito a la pymes.

Para concluir, cabe decir que todo ello llevará a un cambio de la política de gestión de los bancos, donde se buscarán clientes más rentables y que no consuman capital; asimismo se buscarán colaterales de calidad para evitar el consumo de capital, algo que nuevamente incide en las pymes.

Pero estas razones ya se está demostrando que no son meras suposiciones, sino hechos que empiezan a darse y a producirse. En efecto, en España un crédito tan importante como el hipotecario ya está sufriendo el encarecimiento al que hemos aludido, algo que podemos ver en el siguiente gráfico y que en el **Punto 2.3.2. Situación crediticia** trataremos de forma más ampliada. En el gráfico puede verse, por una parte la evolución del Euribor a 12 meses, y por otra el tipo de interés de préstamos hipotecarios, proporcionados por el Banco de España. Como se puede observar, a partir de 2008-2009, el diferencial entre ambos tipos de interés se amplía, registrando en el tercer trimestre el máximo de diferencial.

GRÁFICO 15. Tipos de interés: Euribor 12 meses y de préstamos hipotecarios.

Fuente: Banco de España.



Ya que hemos tratado anteriormente los nuevos requerimientos de capital, es necesario referirse a la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores, aprobada a finales de septiembre de 2013, donde se contienen modificaciones importantes en cuanto a los requisitos de recursos propios de las entidades financieras en la exposición a riesgos de préstamos concedidos a pymes. Esta reglamentación supone cambios que brevemente detallamos.

Habr  un cambio de la política de gestión de los bancos, donde se buscarán clientes más rentables y que no consuman capital y se buscarán colaterales de calidad para evitar el consumo de capital

- En primer lugar, se ha adecuado nuestra legislación a la definición que de pyme se realiza por parte de la CEE. Las nuevas características, ya especificadas en este trabajo (ver **Punto 2.1.1.3. Pymes nacionales y relación con el sector constructor**), son:

- ◊ En primer lugar, una plantilla inferior a 250 trabajadores.
- ◊ En segundo lugar, que el importe de su cifra de negocios no supera los 50 millones de euros o su activo total se sitúa por debajo de los 43 millones de euros.

Se produce un cambio de la denominación de pyme, que permite condiciones menos restrictivas, lo que tiene un impacto positivo en la banca

Comparativamente, supone unas condiciones menos restrictivas que las que hasta el momento imperaban en nuestro país, donde hasta la entrada en vigor de esta adaptación a las normas de la CEE, eran:

- Plantilla inferior a 50 trabajadores.
- El importe de su cifra de negocios no podía ser superior a 5,7 millones de euros y que contaran con unos activos totales no superiores a 2,85 millones de euros.

El impacto más importante de esta recalificación y adaptación a la normativa europea es que los préstamos a empresas, que ahora responden a esta nueva definición de pyme, registran una reducción de los requerimientos de capital asociadas al préstamo para esta tipología. La aludida reducción viene recogida en la Ley de emprendedores, donde el nuevo requerimiento de capital para los créditos, nuevos y existentes, excluyendo los préstamos en morosidad a todas las pymes, es un 25% inferior.

Pero no solo hay una reducción de requerimientos de capital para las entidades crediticias, lo cual ya es de por sí todo un espaldarazo, sino también un aumento del límite máximo a la exposición total que puede tenerse con la pyme. Con la nueva reglamentación se permite pasar de un mill n de euros al mill n y medio, excluidos los créditos respaldados por garantías reales sobre bienes inmuebles.

Conforme a estas medidas, según difunde el Banco de España en su informe de estabilidad financiera, de mayo de 2014, es interesante destacar del mismo:

La extrapolación de los datos empresariales contenidos en la base de datos SABI sugiere que han pasado a tener la consideración de pymes empresas que emplean a alrededor de 2,4 millones de personas y que generan el 27% del valor añadido del sector privado. Las nuevas pymes concentran más del 50% del crédito bancario total a empresas. Por sectores, el mayor porcentaje de nuevas pymes se encuentran en la industria y en servicios empresariales, ramas de actividad que en los últimos años han liderado el crecimiento de la productividad, y, en menor medida, en la construcción y servicios inmobiliarios.

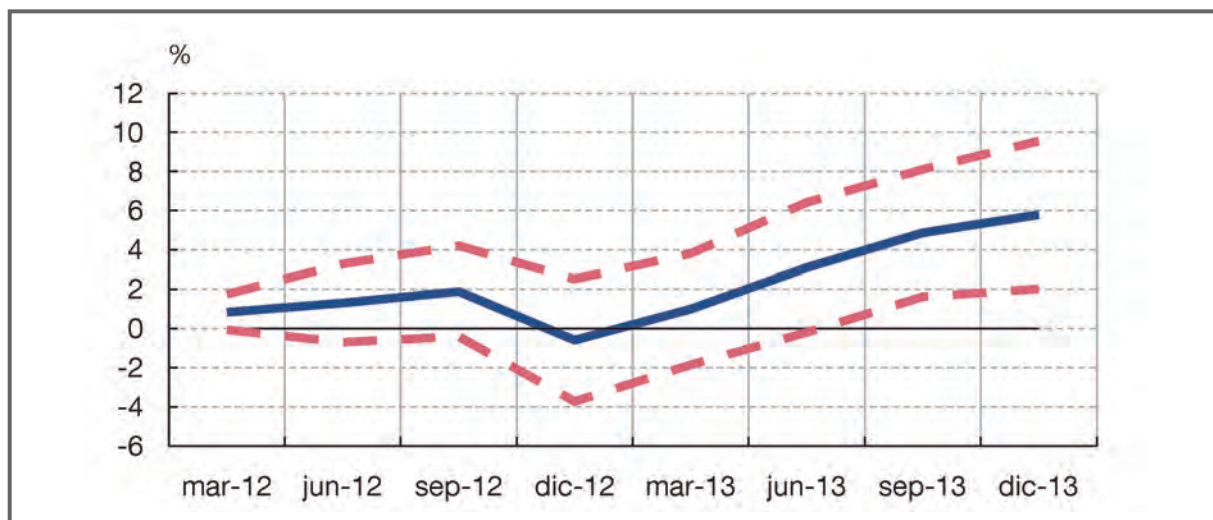
Estas nuevas pymes tienen mayor tamaño que las que satisfacían los criterios más restrictivos (en promedio contratan 10 veces más empleados y facturan 15 veces más). Asimismo, son más productivas y cuentan con unos mercados más diversificados, ya que el 36% de ellas exporta parte de su producción, frente al 7% de las antiguas pymes. Desde una perspectiva financiera, las nuevas pymes también son más robustas que las antiguas. Por ejemplo, la rentabilidad ordinaria de sus activos es casi 3 pp superior y, en cambio, el coste financiero que soportan es muy parecido. Finalmente, las nuevas pymes presentan un nivel de endeudamiento similar (56,9% frente a 56,3%).

Estas medidas son cifradas y valoradas por el Banco de España, de tal modo que, tras la reforma, el crecimiento del crédito proporcionado por el banco habitual a una pyme media sería 5,8 puntos porcentuales superior al de una empresa grande. Ver gráfico siguiente realizado por el Banco de España.

Tras la reforma, el crecimiento del crédito proporcionado por el banco habitual a una pyme sería de 5,8 puntos porcentuales superior

GRÁFICO 16. Crecimiento relativo del crédito a pymes frente a las grandes empresas. Enfoque local. Efecto estimado e intervalos de confianza.

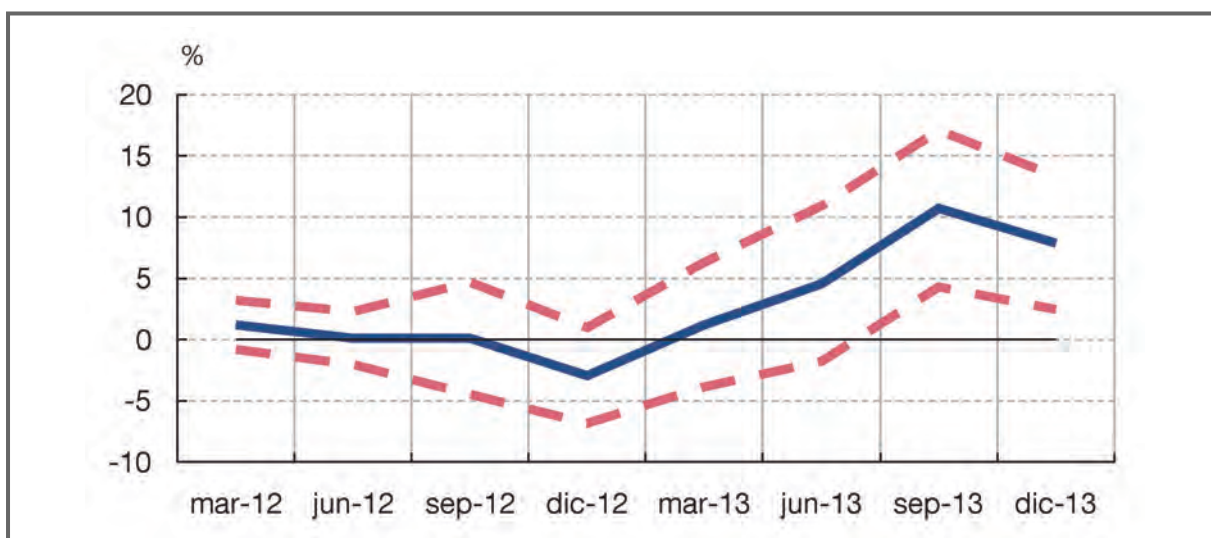
Fuente: Banco de España.



Pero, por otra parte, el impacto global de la medida, es decir, si la empresa obtiene más préstamos de su banco habitual o de otros, es aún mayor, pues el informe lo cifra en unos 7,9 puntos porcentuales. Ver gráfico siguiente referido a este enfoque global de entidades y no exclusivamente al banco de confianza de la pyme.

GRÁFICO 17. Crecimiento relativo del crédito a pymes frente a grandes empresas. Efecto global. Efecto estimado e intervalos de confianza.

Fuente: Banco de España.



Este aumento de los citados 7,9 p.p. sugiere que otros bancos distintos de los que ya trabajan con una pyme habrían empezado a concederles nuevo crédito; aparte de disponer de un potencial mayor con su banco que, como citamos, se cifra en 5,8 p.p. Sin lugar a dudas es una buena noticia, pero que, dadas las exigencias de Basilea III, no pueden por sí sola compensar los efectos negativos en el crédito, menor y más caro, aludido anteriormente.

2.2.3. El *shadow banking*

Si tenemos en cuenta que la mayor vía de búsqueda de recursos de nuestras pymes ha sido con capital ajeno y procedente del sector crediticio, a partir de ahora puede darse el caldo de cultivo para que aumente la recurrencia a canales alternativos, como son los mercados de capitales y el *shadow banking*, dado el encarecimiento del mismo y las restricciones del crédito.

Con el escenario probable aquí descrito no puede extrañar que la primera empresa en salir al MARF haya sido Copasa. Como expone el profesor del IEB Rodrigo García de la Cruz en un artículo pu-

blicado en el diario *El Economista*, “si analizamos los datos de endeudamiento según actividades, podremos comprobar que las que más se apalancaron fueron las constructoras e inmobiliarias, resultando el resto de sectores endeudados, pero no tanto”. Han sido todavía pocas las empresas que se han abierto al MARE, pero, casi con seguridad, veremos un incremento a la hora de acudir al mismo como fuente de financiación para medianas empresas.

A efectos documentales dejamos a continuación las salidas realizadas hasta el momento en el MARE.

- 1ª salida: A finales de 2013, la constructora gallega Copasa realizó, con un cupón del 7,5%, una emisión de deuda a cinco años de 50 millones de euros con un *rating* de BB otorgado por Axesor.
- 2ª salida: A finales de marzo de 2014, la empresa Tecnocon realizó, con un cupón del 6,5%, una emisión de bonos a ocho años de 35 millones de euros con un *rating* de BB otorgado nuevamente por Axesor.
- 3ª salida: En abril de 2014, la empresa Eleccon emitía pagarés por un importe de 100 millones de euros a corto plazo.

El *shadow banking*, o banca en la sombra, se ha convertido en los últimos años en la única esperanza de financiación para muchas empresas medianas españolas que no pueden acceder al crédito bancario tradicional en un momento en el que las entidades financieras están centradas en sanear sus balances para cumplir con los requisitos de Basilea III, tal y como hemos intentado exponer anteriormente.

El shadow banking se ha convertido, en los últimos años, en la única esperanza de financiación para muchas empresas que no pueden acceder al crédito bancario tradicional

El término *shadow banking* no es un término universal; de hecho, algunas autoridades usan otros términos, si bien, dado que la Financial Stability Board (FSB) utiliza este término, hemos optado por el mismo. Por *shadow banking* debe entenderse de forma muy amplia, y que la FSB describe como aquellas vías de instrumentación del crédito y actividades concernientes al mismo que se encuentran fuera de los balances de las entidades de crédito

Las cifras son ya impresionantes, de acuerdo con los datos de la FSB referidos al ejercicio 2012 y publicados en su informe *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. En este sentido, es necesario tener presente que la financiación del *shadow banking* (otros Intermediarios Financieros —OFI's—) es ya de 71 billones de dólares, y sus activos re-

La financiación del shadow banking es ya de 71 billones de dólares, y sus activos representan el “24% de los activos financieros”

presentan el 24% de los activos financieros y el 117% del PIB de las economías avanzadas, nivel que aparece lejos de su cota máxima que se produjo en el año 2005, donde alcanzó el 125%.

GRÁFICO 18. Activos de intermediarios financieros.

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report.

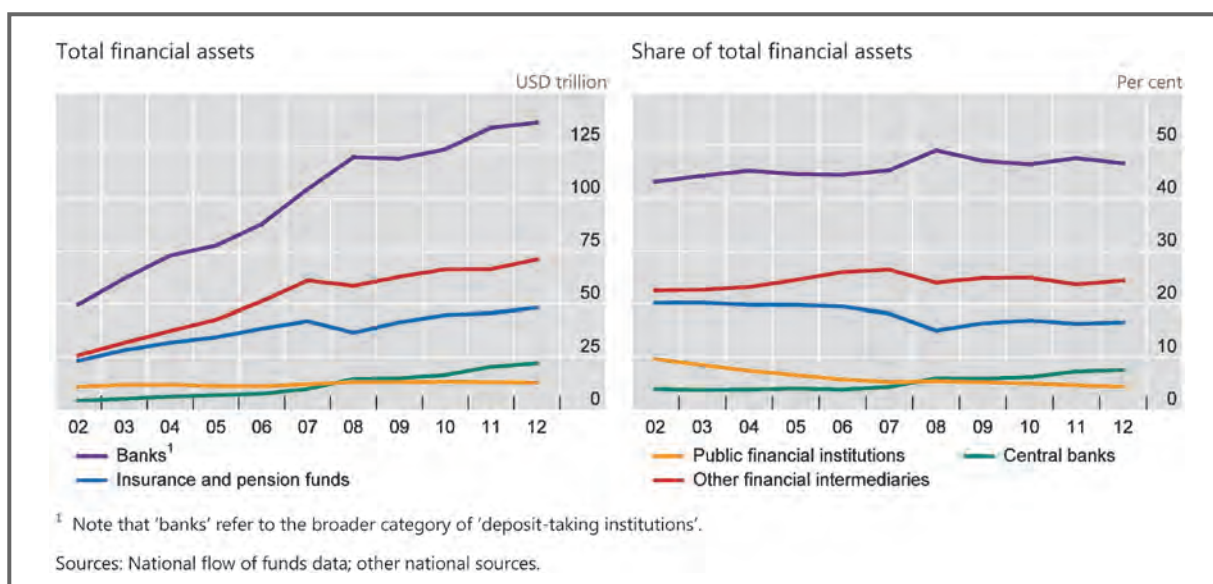
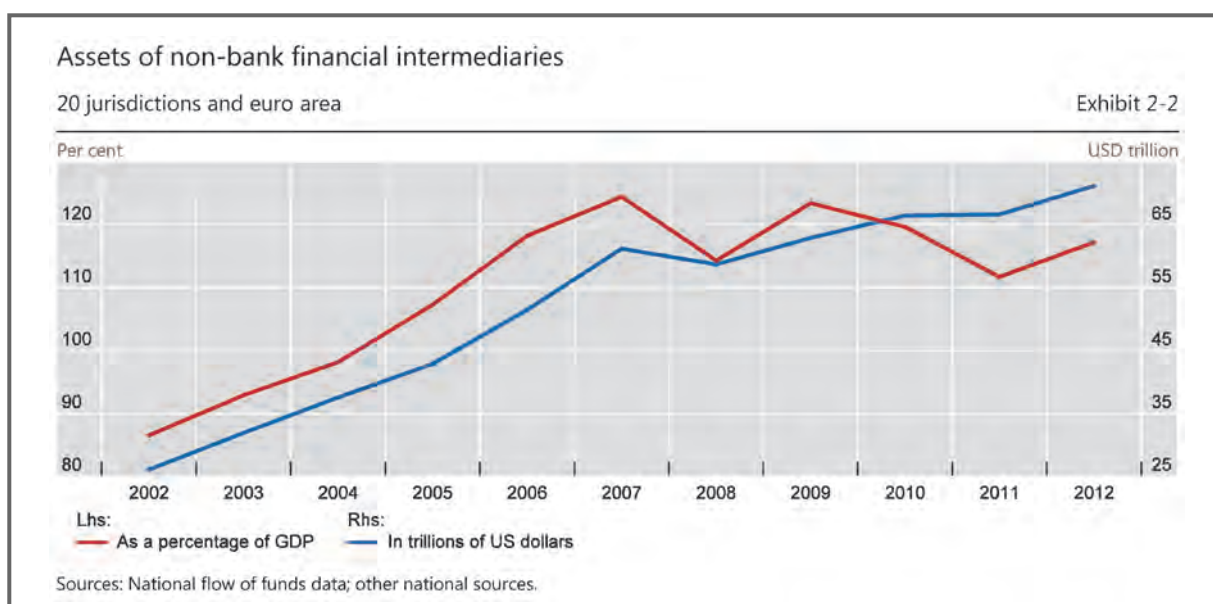


GRÁFICO 19. Activos de intermediarios no financieros.

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report.



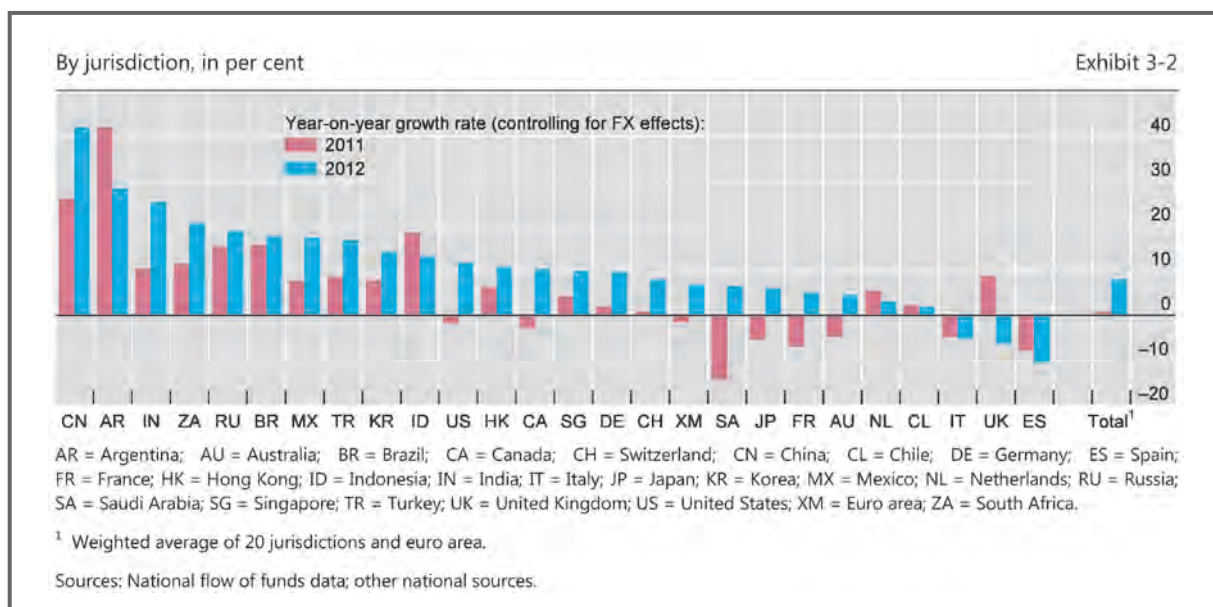
El año pasado fue positivo para el sector; solo en el ejercicio 2012 el crecimiento fue de 5 billones de dólares, lo que supuso un incremento de 6 puntos. Los datos de crecimiento en los principales sectores fueron de:

- REIT's y fondos inmobiliarios: +30%.
- Fondos de Inversión no inmobiliario: +16%.
- Hedge funds: +11%.

Si atendemos al crecimiento por países, cabe destacar que solo tres áreas registraron caídas del volumen de financiación mediante este segmento: Italia, Reino Unido y España. El caso español constituye el farolillo rojo del crecimiento, con una caída del 11%. El incremento de este tipo de financiación es especialmente llamativo en las áreas emergentes, como son: China, Argentina, India y Sudáfrica, cuyas ratios de crecimiento son superiores al 20%.

GRÁFICO 20. Crecimiento anual de intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report.

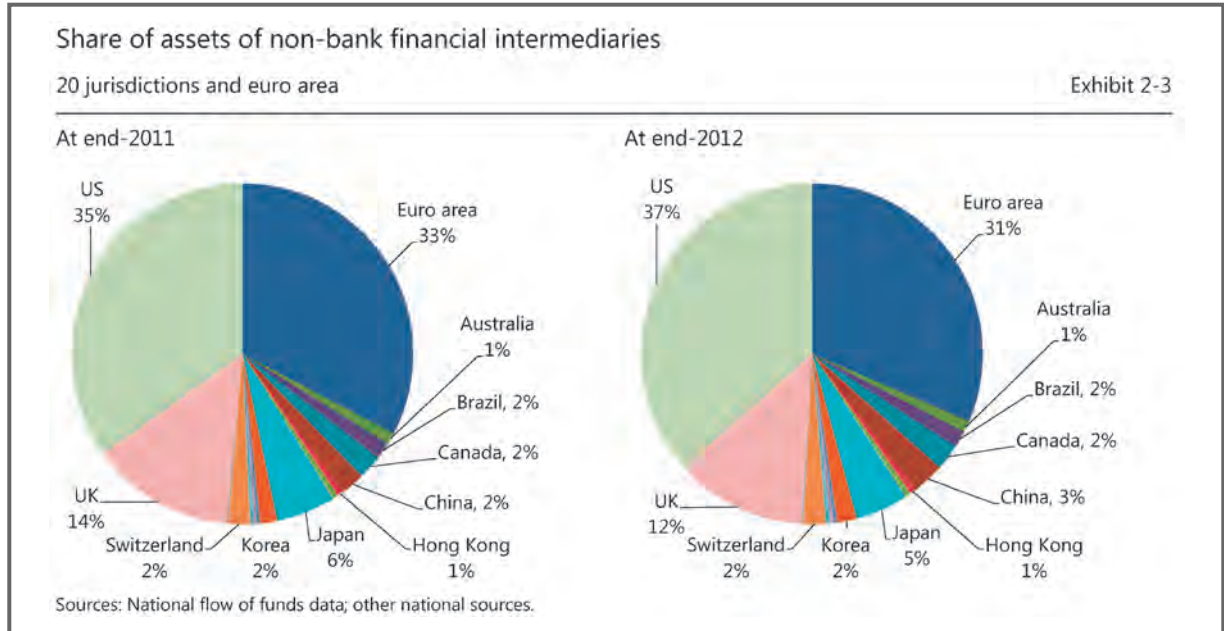


Si atendemos a la desagregación por países, EE.UU. es el país más importante por volumen de fondos con 26 billones de dólares, que aumenta su peso relativo pasando del 35 al 37% en un solo año. El segundo es el Área Euro con 22 billones, que pierde dos puntos al pasar del 33 al 31%. La tercera posición es el Reino Unido, con 9 billones, país que también pierde peso relativo al suponer actualmente el 12% frente al 14% anterior. Por último, Japón, con 4 billones, que actualmente supone el 5%, cuando en 2011 representaba el 6%.

Si atendemos al crecimiento por países, cabe destacar que solo tres áreas registraron caídas del volumen de financiación mediante este segmento: Italia, Reino Unido y España

GRÁFICO 21. Porcentaje de los activos de los intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report.

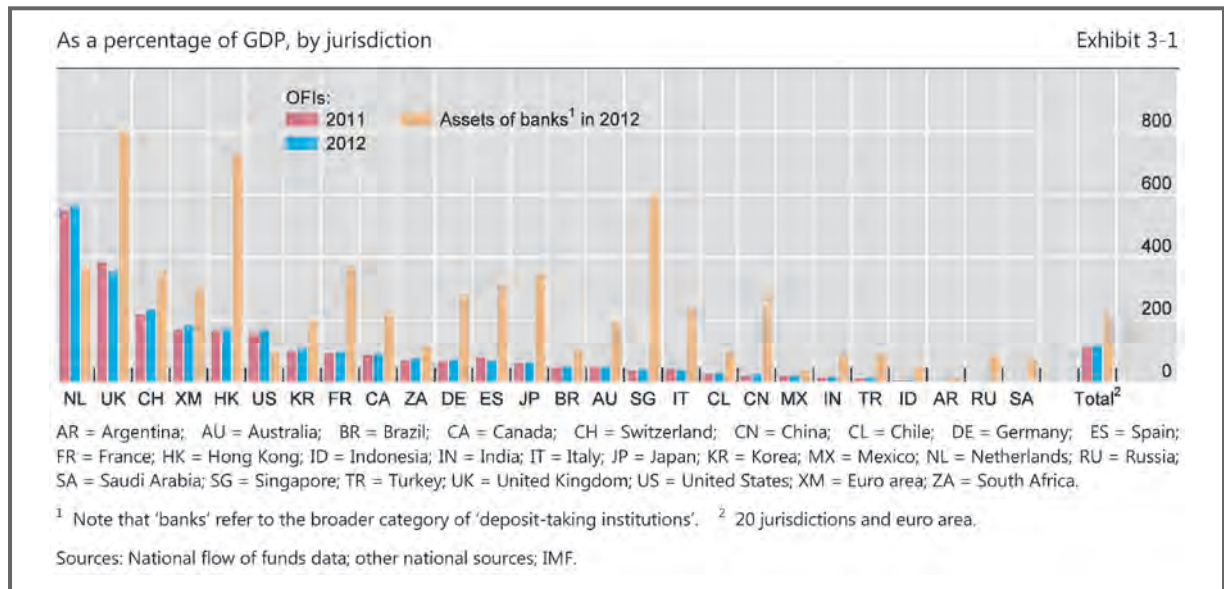


En el siguiente cuadro podemos ver la estructura de financiación de diferentes países y áreas de forma mucho más desagregada que lo exhibido anteriormente.

Estados Unidos ya representa el 37% del total

GRÁFICO 22. Tamaño de los intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report.



Del anterior cuadro podría destacarse, centrándonos en el caso español, los siguientes aspectos como los más relevantes:

- De acuerdo con los datos de la FSB, España se encuentra entre los países de peor evolución, tal y como hemos comentado anteriormente, al situar su ratio de crecimiento con una caída del -11%. Esta caída, probablemente, la deberíamos achacar a las tremendas condiciones adversas por las que atravesó nuestra economía durante este año, comportamiento y situación que parece compartir con Italia, pero divergente con la zona euro, en la cual se encuentran encuadradas ambas economías.
- De este sector de financiación alternativa a la bancaria, no existen fuentes fiables en cuanto a qué cantidad podemos estar barajando en España, pero algunas fuentes la cifran en 160.000 millones de euros.
- La proporción entre el crédito bancario y las emisiones cotizadas en mercados financieros es del 80-20% en nuestro país, mientras que en los países de nuestro entorno esta proporción es del 65-35%. En EE.UU. este tipo de financiación ya alcanza el 80% del crédito.

2.3. SITUACIÓN CREDITICIA Y PERSPECTIVAS DEL SECTOR CONSTRUCTOR ESPAÑOL

2.3.1. Introducción

Ya hemos hablado previamente en este estudio de la crisis de financiación y sus consecuencias sobre la misma, y especialmente sobre el efecto que va a tener en las pymes y la necesidad de diversificar el canal de crédito más allá del sector bancario a través del denominado *shadow banking*. Pero, dado que este estudio busca sesgar sus conclusiones hacia el sector construcción, parece necesario referirnos a un aspecto que en esta crisis muchos de los ciudadanos parecen haber aprendido, aun cuando previamente eran escépticos, y que no es otro que el precio de la vivienda, que puede caer.

La inversión en vivienda se consideraba como una de las más seguras y rentables a la que se podía optar. Es obvio que esta interpretación no era exacta y no estaba ni siquiera basada en fundamento científico alguno. Hoy muchos ya han asimilado que efectivamente el precio de la vivienda como, cualquier otro activo, puede subir y también bajar.

Existen muchos estudios que relacionan el precio de la vivienda con el nivel de rentas, expectativas y condiciones financieras vinculadas a la actividad. Dado que este estudio versa precisamente sobre la financiación, incluimos un breve detalle estadístico sobre cuál es la situación actual en este sector.

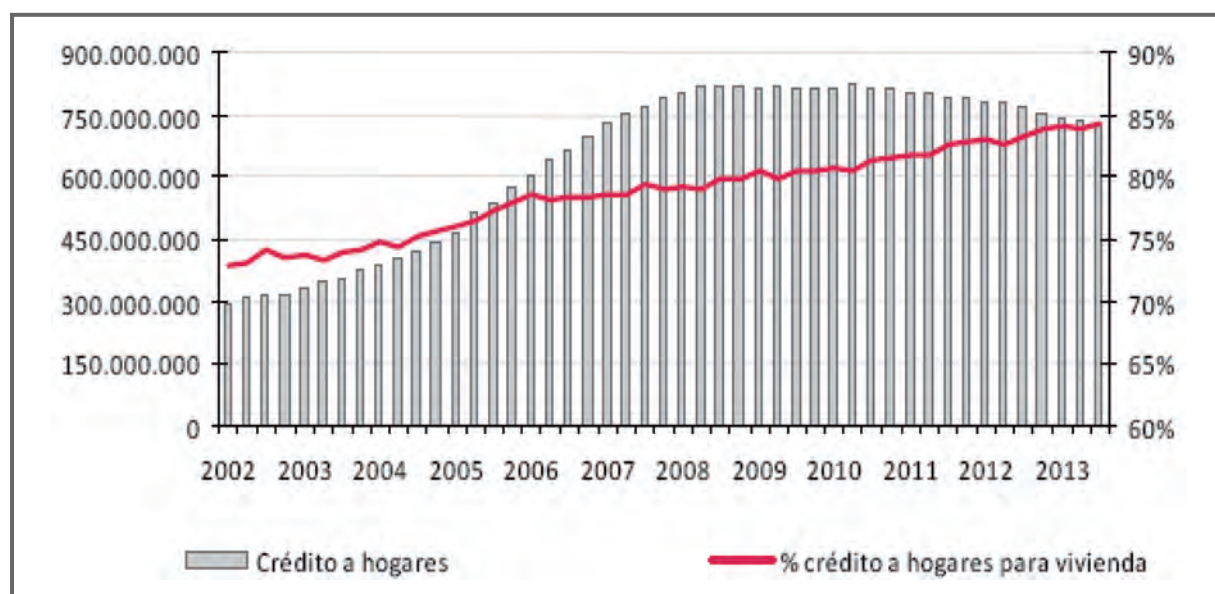
2.3.2. Situación crediticia del sector constructor

Vamos a ver, en primer lugar, el volumen y destino de los créditos. Comenzamos por el sector de los hogares, conforme a los datos proporcionados por el Banco de España en el tercer trimestre de 2013. Tal como hemos venido anunciando previamente, el crédito a los hogares alcanzó la cifra de más de 724.000 millones de euros. Un nuevo descenso trimestral que comenzó su andadura en el ejercicio 2008 y que en el trimestre comentado fue de un 5,67%.

El crédito a los hogares alcanzó la cifra de más de 724.000 millones de euros, más del 70% del PIB español

GRÁFICO 23. Total crédito a hogares y porcentaje de crédito a hogares para vivienda.
En miles de euros.

Fuente: Banco de España.

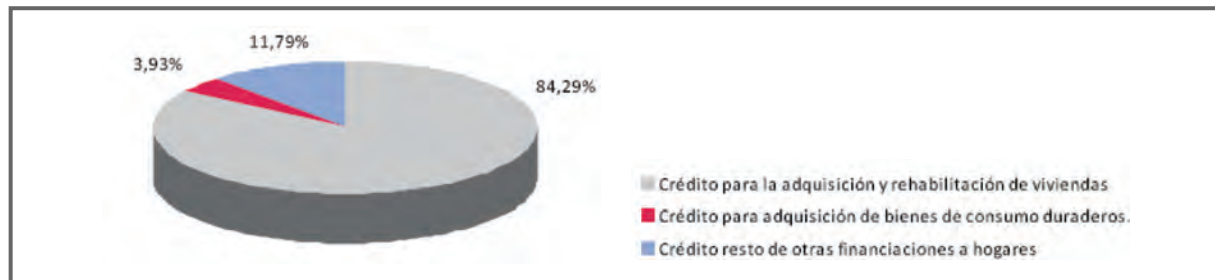


Por otra parte, si analizamos la composición del destino aplicado, vemos cómo la mayor parte del mismo ha ido destinado a la adquisición o rehabilitación de vivienda, frente a otro tipo de gastos. Por tanto, queda estadísticamente claro que la importancia de la financiación hipotecaria para las familias es máxima, dado que representa un 63,85%, frente a otros usos.

La importancia de la financiación hipotecaria para las familias es máxima, dado que representa un 63,85%, frente a otros usos

GRÁFICO 24. Crédito destinado a los hogares en función del gasto.

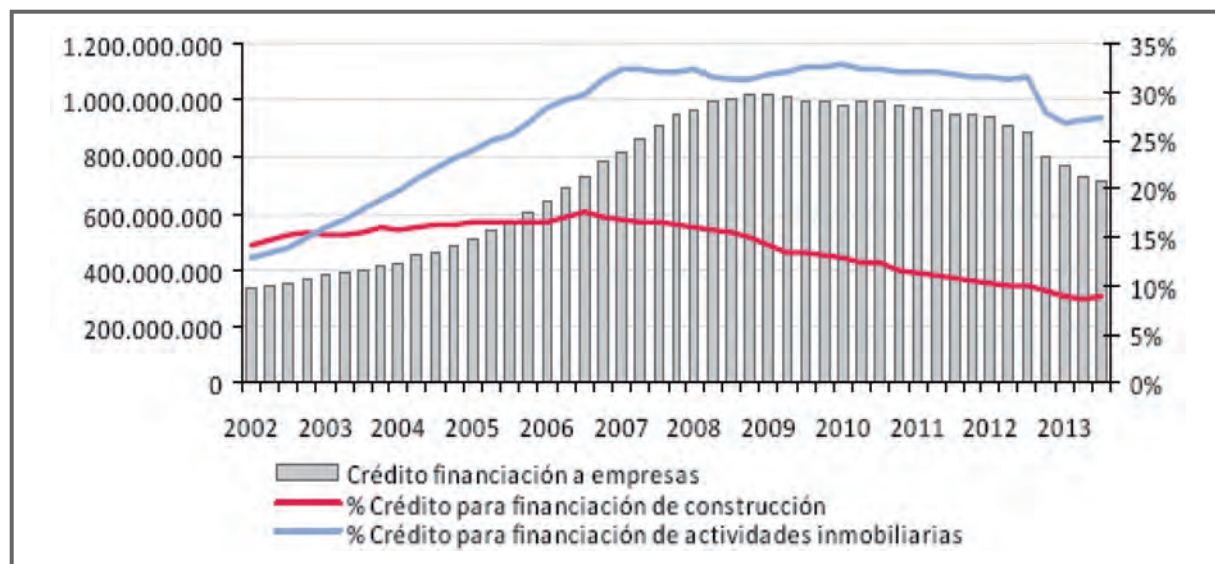
Fuente: Banco de España.



El crédito concedido a la financiación de las empresas alcanzó casi 714.000 millones de euros, reduciéndose un 19,53%. Pero esta reducción es mucho más acusada para el caso de financiaciones a la construcción, que experimenta un descenso del 28,32% respecto al trimestre anterior. En lo que respecta al destino a financiación vinculada a la actividad inmobiliaria, y después de la fuerte caída acaecida en el año 2012, parece mostrar una cierta estabilidad.

GRÁFICO 25. Crédito destinado a las empresas y porcentaje destinado a las actividades inmobiliarias y de construcción.

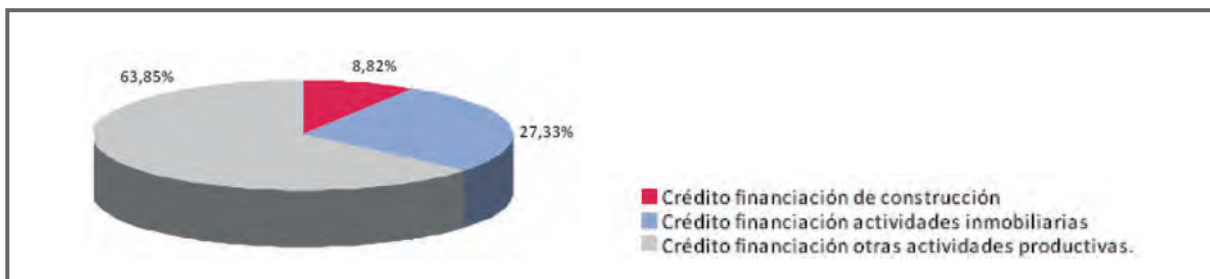
Fuente: Banco de España.



A diferencia de lo que ocurre con los hogares, aquí, lógicamente, no tiene la misma importancia, pues la construcción y el sector inmobiliario suponen algo más de la tercera parte, el 36,15%; quedando desglosado en construcción un 8,82% y actividad inmobiliaria un 27,33%.

GRÁFICO 26. Crédito destinado a las empresas en función del gasto.

Fuente: Banco de España.

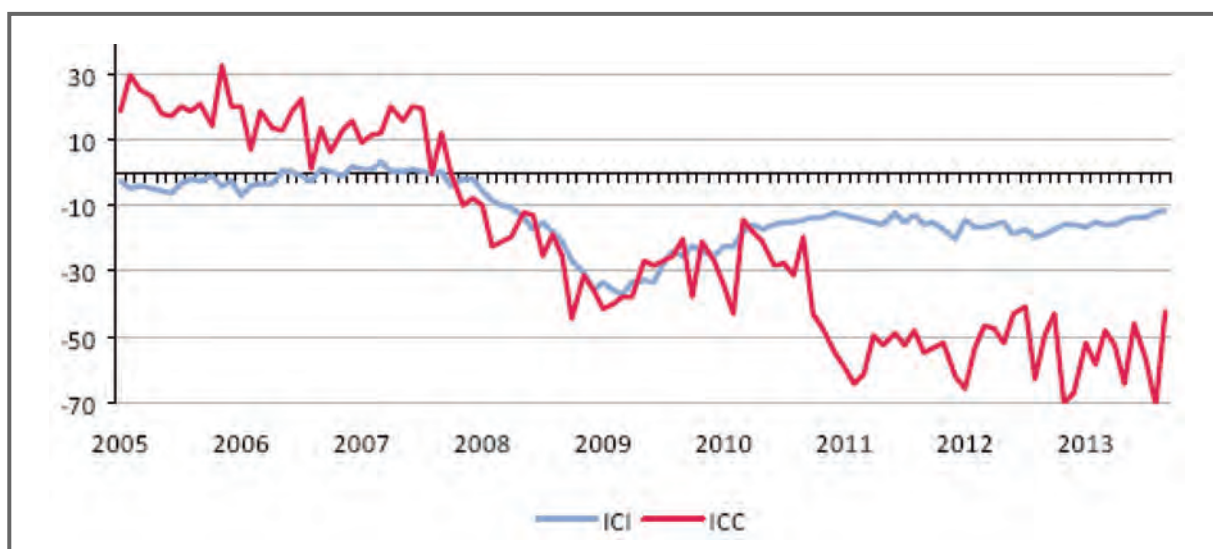


Por último, y antes de ver los importantes datos de las hipotecas, nos fijamos en el índice de confianza del sector, algo vinculado al crédito y la facilidad para obtenerlo. El Índice del Clima de la Construcción continúa bajo mínimos y muestra una fuerte erraticidad; algo que no ocurre con su homólogo industrial, el Índice de Clima Industrial. Así, este último, aun cuando tuvo una rebaja similar al de la construcción, desde hace tiempo viene recuperándose, aunque manteniendo tasas negativas que se sitúan ya cercanas a los 10 puntos negativos, cifra de la que está muy alejado el sector de la construcción, donde el índice se sitúa en 42 puntos negativos.

El índice del Clima de la Construcción continúa bajo mínimos y muestra una fuerte erraticidad

GRÁFICO 27. Indicador de clima industrial y de construcción.

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



2.3.3. Situación hipotecaria

Ahora pasamos a centrarnos en el mercado hipotecario. El número de fincas urbanas hipotecadas en septiembre de 2013 quedó establecido en prácticamente 22.000, lo que supone una fuerte reducción frente al mismo periodo de tiempo del año precedente. El total acumulado de fincas se situó en más de 62.000, el nivel más bajo desde que existe la serie.

GRÁFICO 28. Fincas urbanas hipotecadas.

Fuente: INE.

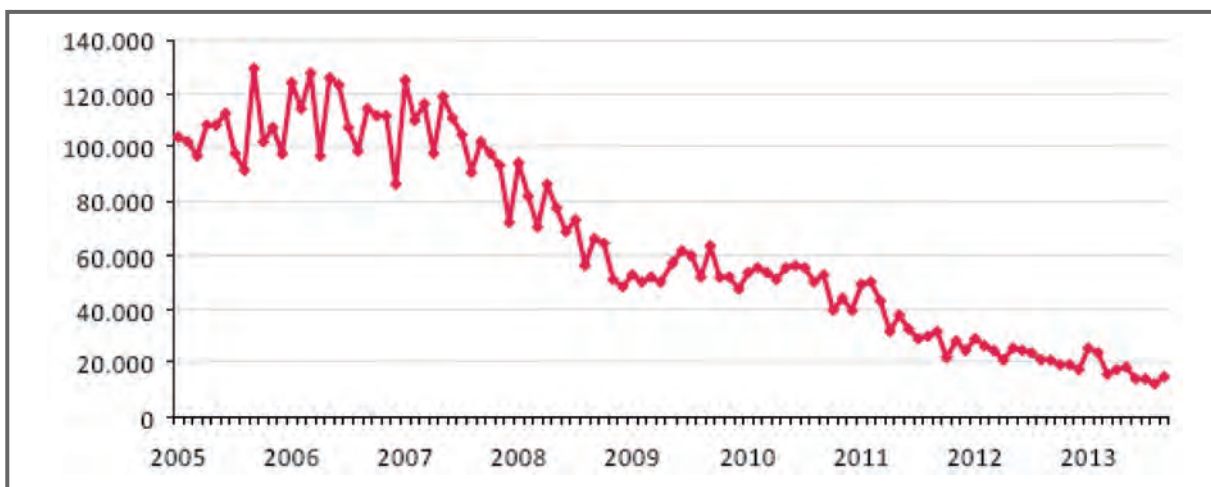


Las cifras de hipotecas sobre viviendas no deparan una tendencia diferente de la de fincas urbanas. Así, la tendencia en septiembre fue de reducción de la misma, 41 meses con la misma tendencia; la reducción es del 30,90% sobre el mismo periodo, aun cuando en el mes se registraron 14.586 hipotecas nuevas, insuficientes, a todas luces, para revertir la situación de caída. Los datos agregados anuales muestran una reducción de más de 9.000 hipotecas sobre vivienda respecto al mismo trimestre, ascendiendo la cifra agregada del ejercicio a 40.780.

El número de fincas urbanas hipotecadas en septiembre de 2013 quedó establecido en prácticamente 22.000, lo que supone una fuerte reducción

GRÁFICO 29. Hipotecas constituidas sobre viviendas.

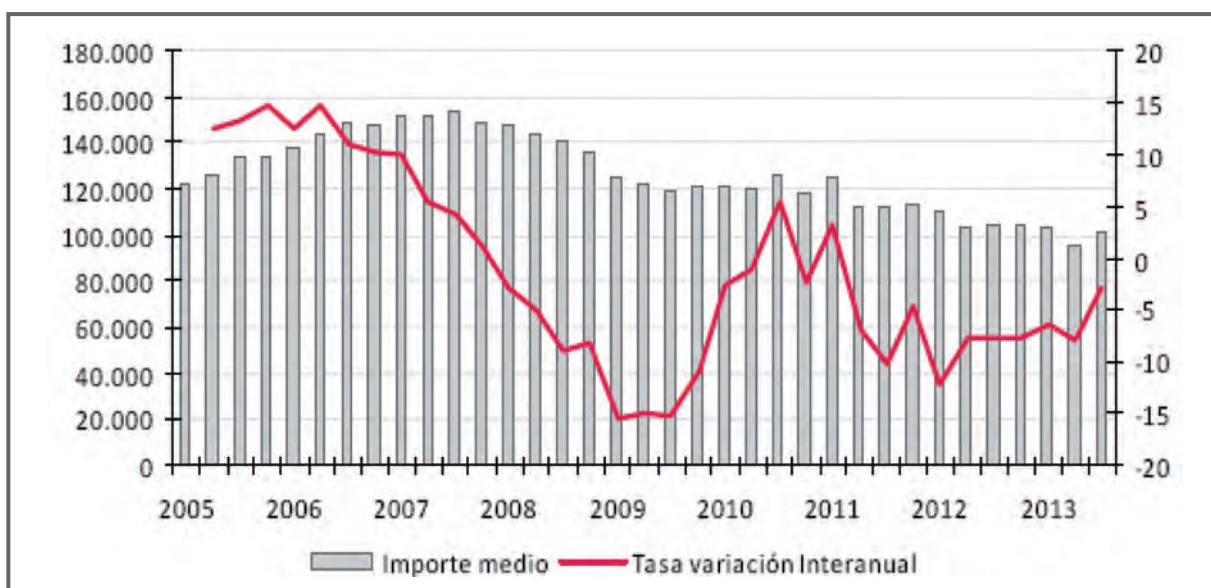
Fuente: INE.



En cuanto al volumen unitario por hipoteca, el Colegio de Registradores señala que el mismo ha aumentado en el trimestre frente al precedente, pero se reduce cuando se compara con el mismo trimestre del año anterior. Durante el tercer trimestre de 2013, el importe medio ascendía a 100.877 euros.

GRÁFICO 30. Importe medio de crédito hipotecario contratado y variación interanual.

Fuente: Colegio de Registradores.

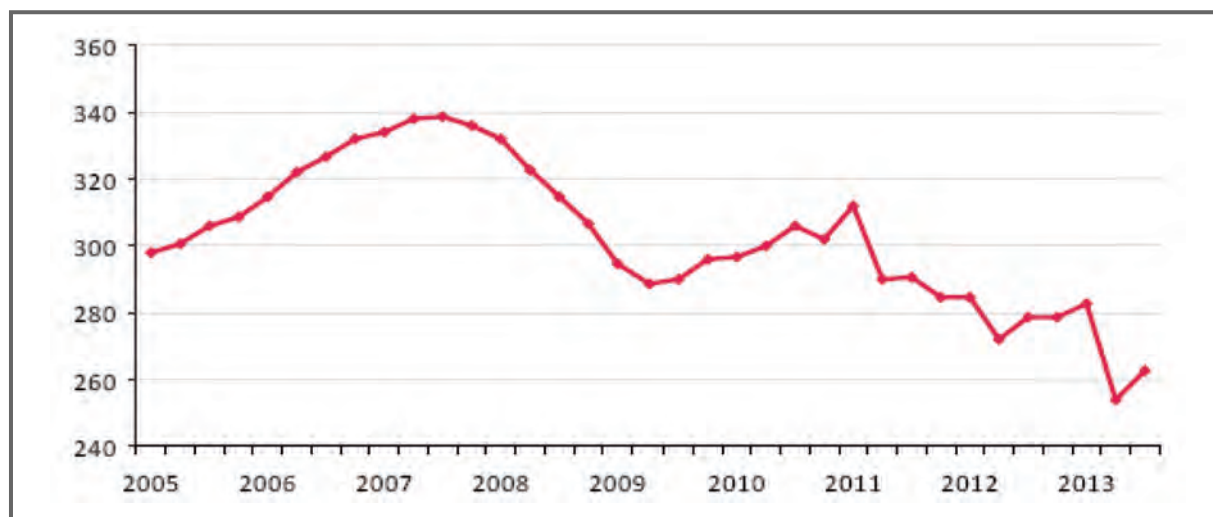


Donde ha habido también un fuerte ajuste es en la duración de los créditos hipotecarios contratados. Lejos quedan contrataciones a los 340 meses que se registraron en el momento de máximo apogeo del sector hipotecario, en el año 2007. Desde entonces, la duración de los créditos ha descendido, con un breve lapsus de tiempo durante los años 2010 y 2011. En la actualidad, la contratación media es de 263 meses, es decir, 21 años y 11 meses, que, aunque supone un aumento respecto al trimestre previo, es de los más bajos de la serie estudiada.

Lejos quedan contrataciones a los 340 meses de 2007. En la actualidad, la contratación media es de 263 meses

GRÁFICO 31. Importe medio de crédito hipotecario contratado y variación interanual.

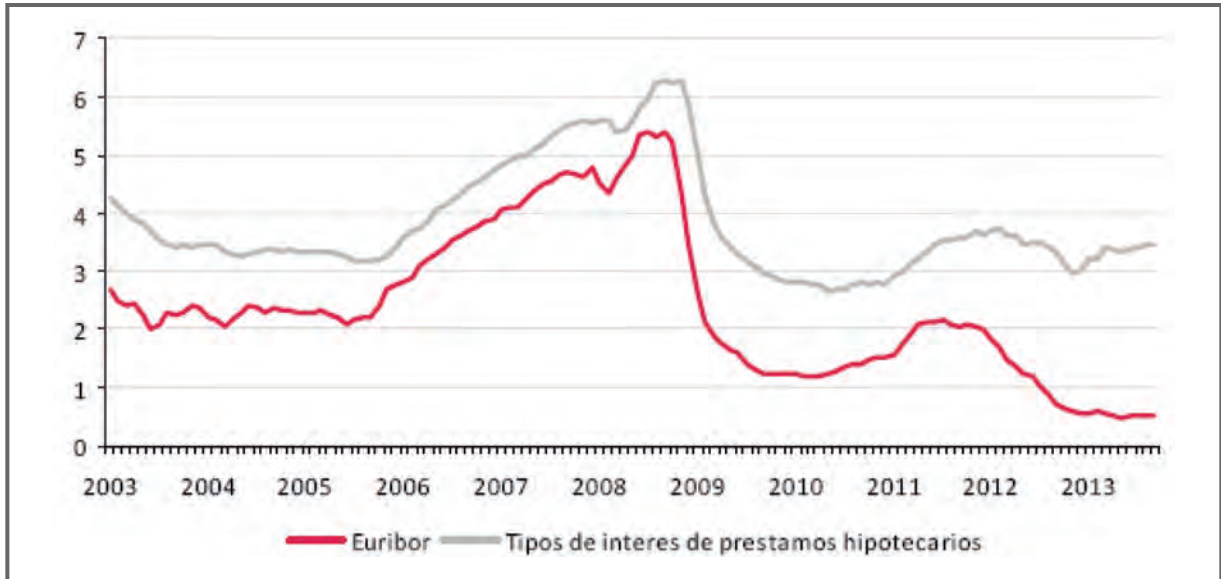
Fuente: Colegio de Registradores.



En cuanto a los tipos de interés de los préstamos, los mismos aparecen vinculados al Euribor, que se constituye como la mejor referencia. El Euribor, con plazo de vencimiento a 12 meses, después de la fuerte caída llevada a cabo durante 2012, en 2013 ha estado totalmente estable, situándose por debajo del 0,60%. Sin embargo, esta tendencia no es adaptable a los tipos aplicados a los préstamos hipotecarios, que marcan un aumento del diferencial frente al Euribor (pasamos del 2,85 puntos de diferencia en el segundo trimestre de 2013 a 2,92 en el tercer trimestre del mismo ejercicio), además de un encarecimiento en el valor absoluto en que se sitúa, algo que puede apreciarse en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 32. Tipos de interés: Euribor 12 meses y de préstamos hipotecarios.

Fuente: Banco de España.

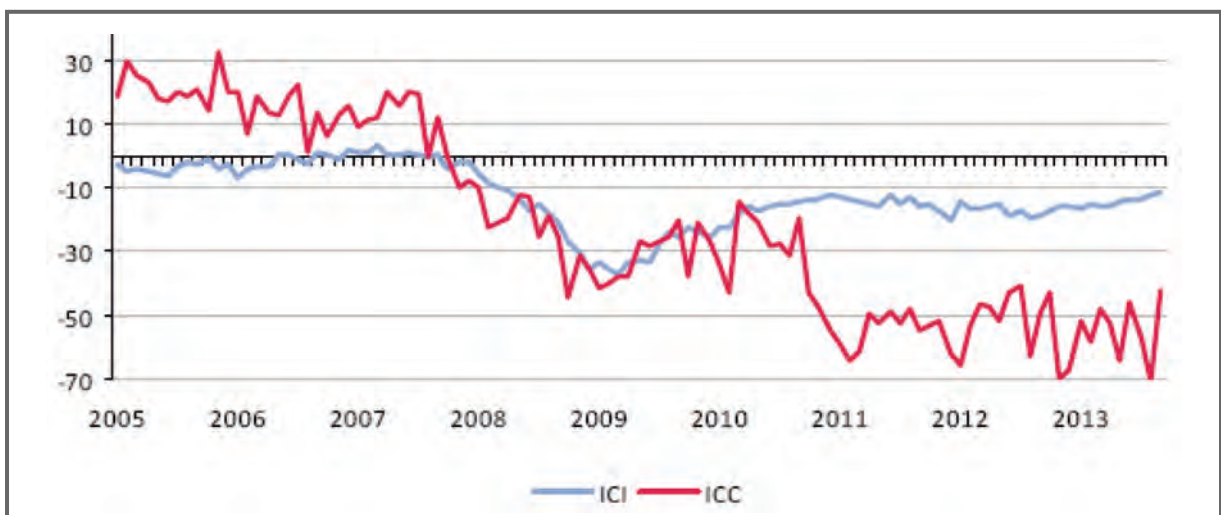


2.3.4. Situación de la actividad del sector constructor

El Índice del Clima de la Construcción continúa bajo mínimos y muestra un fuerte componente errático; algo que no ocurre con su homólogo industrial, el Índice del Clima Industrial. Así, este último, aun cuando tuvo una rebaja similar al de la construcción, desde hace tiempo viene recuperándose, aunque manteniendo tasas negativas, que se sitúan ya cercanas a los 10 puntos negativos, cifra de la que está muy alejada el sector de la construcción, donde el índice se sitúa en 42 puntos negativos.

GRÁFICO 33. Indicadores de Clima Industrial y de la Construcción.

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



En cuanto a la situación de la actividad, acudimos a los datos proporcionados por la CNC respecto a la comparativa que realiza en su informe, ya comentado, sobre la licitación de obras.

TABLA 12. Licitación pública por tipología de obra. Ene./Sep. 2012. Ene./Sep. 2013. Miles de euros.

Fuente: Ministerio de Fomento.

Tipología obra	2012	2013	Variación interanual
Edificación	1.351.166	1.552.621	14,91%
Residencial	178.512	196.786	10,24%
No residencial	1.172.655	1.355.835	15,62%
Ingeniería civil	3.550.250	3.439.464	-3,12%
Infraestructura ferroviaria	1.741.409	649.331	-62,71%
Carreteras y vías urbanas	906.646	1.090.669	20,30%
Infraestructura aeroportuaria	4.109	21.853	431,84%
Puertos y canales de navegación	252.557	287.091	13,67%
Encauzamiento y defensa	27.004	255.223	845,12%
Obras de regadío	15.342	101.297	560,25%
Otras obras ingeniería civil	603.181	1.033.999	71,42%
Total	4.901.416	4.992.085	1,85%

El año 2013 arroja cifras positivas en cuanto a la evolución de la edificación, donde las dos partidas que la componen experimentan alzas de cierta consideración que superan los dos dígitos en porcentaje. Especialmente destacable es la inversión no residencial que aumenta un 15,62%, lo que supone una licitación agregada de 1,355 billones. Datos mucho más moderados son los de la ingeniería civil, si bien es necesario destacar que se aprecia una recuperación en todas las partidas en las que el Ministerio de Fomento lleva a cabo la desagregación; pero la caída del 3,12% en la infraestructura ferroviaria es la culpable del descenso en la comparativa de trimestres.

Especialmente destacable es la inversión no residencial, que aumenta un 15,62%, lo que supone una licitación agregada de 1,355 billones

Aun cuando estos datos son positivos, cuando comparamos el acumulado entre 2012 y 2013, no debemos olvidar que la licitación se encuentra en mínimos, como ponen de relieve los siguientes gráficos:

GRÁFICO 34. Volumen de licitación pública en edificación por meses. Años 2010, 2011, 2012 y 2013.

Fuente: Ministerio de Fomento.

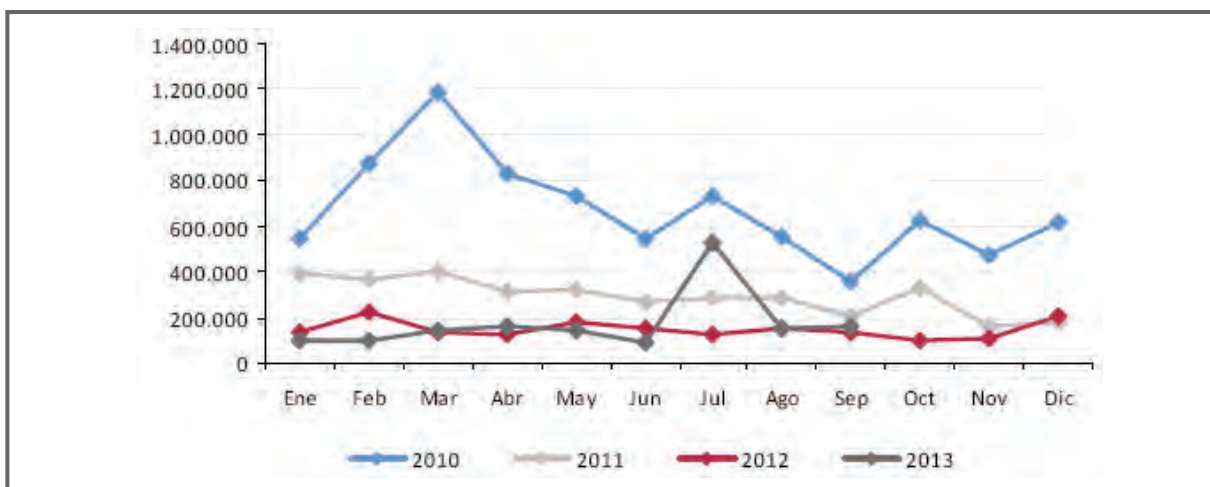
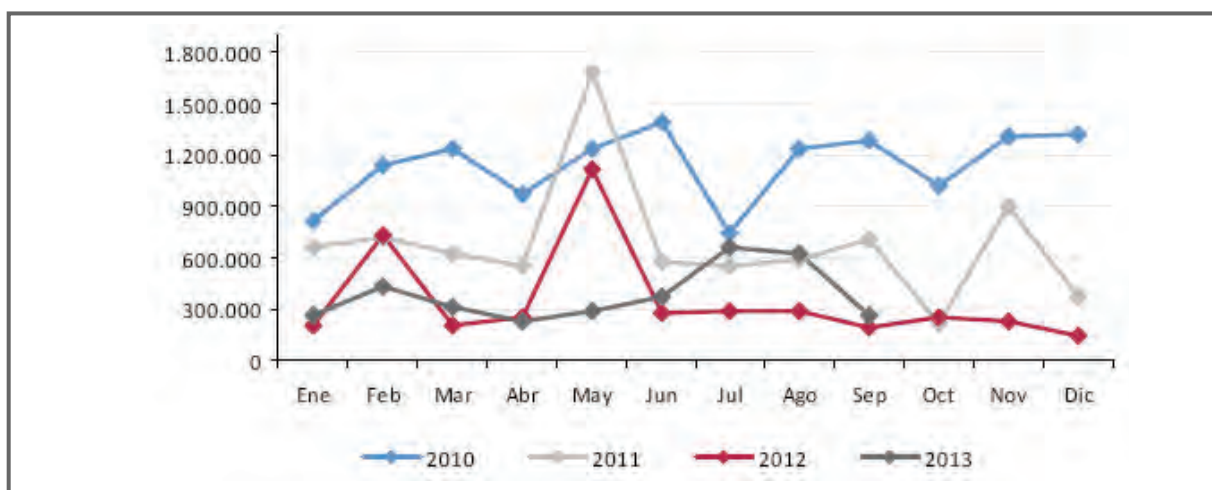


GRÁFICO 35. Volumen de licitación pública en ingeniería civil por meses. Años 2010, 2011, 2012 y 2013.

Fuente: Ministerio de Fomento.

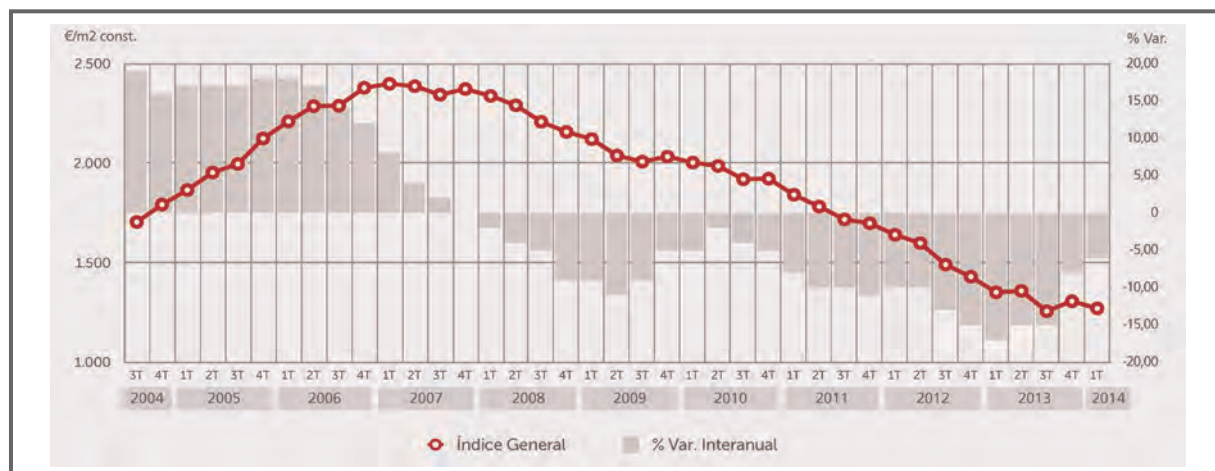


2.3.5. Situación actual del negocio inmobiliario y tendencias

Los datos que hasta el momento se han vertido sobre el sector constructor e inmobiliario son francamente pesimistas. Como se ha podido comprobar, no existen atisbos en el pasado para ser optimistas; tan solo podemos observar una leve variación al alza que podría considerarse como una posibilidad de haber tocado fondo. No solo los datos del Ministerio de Fomento muestran esta tendencia, sino que otras fuentes también se hacen eco de este movimiento. Tal y como puede verse en el siguiente gráfico de la Sociedad de Tasación (ST), el cual reproduce lo que el Ministerio nos muestra en sus estadísticas, a través de su índice general, se aprecia la evolución del precio por metro cuadrado construido y su variación interanual en porcentaje

GRÁFICO 36. Evolución del precio de la vivienda. Índice general y variación interanual. España.

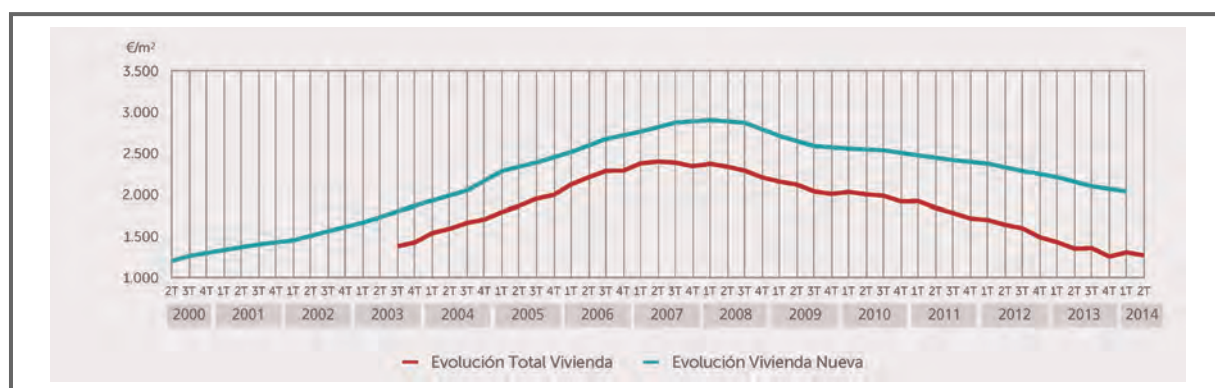
Fuente: ST, Sociedad de Tasación.



Para dar una visión aún más nítida, vamos ahora a referirnos a la evolución de la vivienda. En este sentido, el precio ha retrocedido hasta niveles de los años 2003-2004, tanto en el cómputo general como en el de la vivienda nueva, según los datos proporcionados por la Sociedad de Tasación, tal y como se puede observar en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 37. Evolución del precio de la vivienda.

Fuente: ST, Sociedad de Tasación.

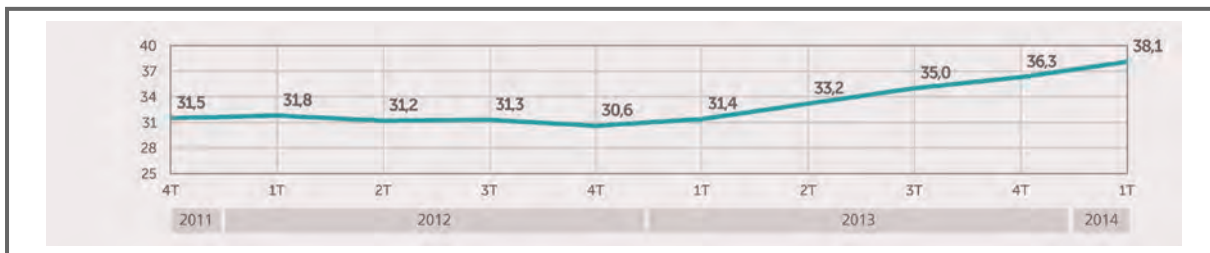


El precio, como bien establece cualquier manual de economía, es quizá la mejor variable para establecer cuál es el momento presente de cualquier activo. Sin embargo, para prever la evolución futura sabemos que tenemos que acudir a analizar los índices de confianza. En este sentido, la misma fuente a la que hemos acudido anteriormente, la Sociedad de Tasación, elabora un indicador de confianza donde se puede apreciar una cierta mejoría, tal y como vemos en el siguiente gráfico.

En los índices de confianza se puede percibir cierta mejoría, que todavía no se refleja en el precio de la vivienda

GRÁFICO 38. Evolución del Índice de Confianza Inmobiliario.

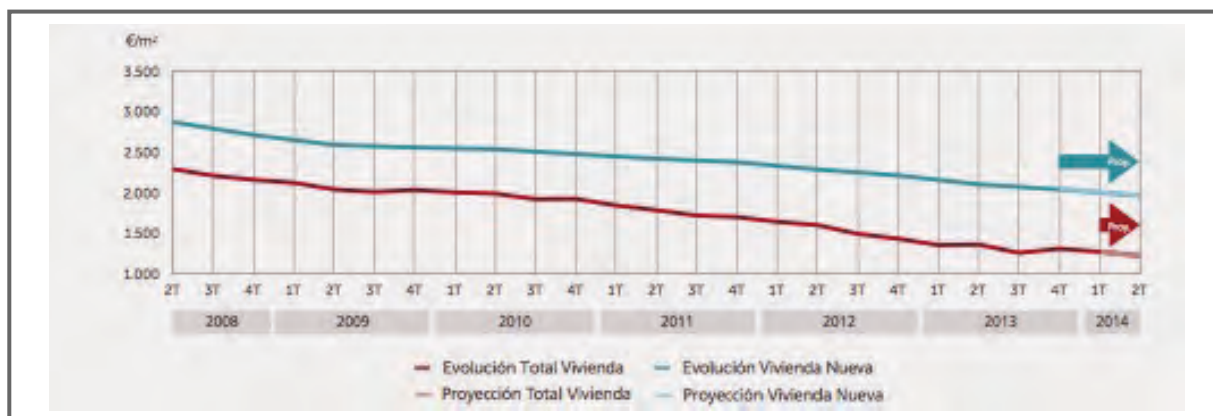
Fuente: ST, Sociedad de Tasación.



Ante esta situación, la proyección del valor de la vivienda sigue siendo negativa, según la aludida casa de tasación, algo que podemos observar en el mismo gráfico.

GRÁFICO 39. Evolución y proyección del valor de la vivienda.

Fuente: ST, Sociedad de Tasación.



Ante estos datos, no parecen descabelladas las conclusiones que ofrece el informe de la Sociedad de Tasación para este 2º trimestre de 2014. El informe dice textualmente: *No se aprecian cambios significativos en el sentido de evolución de los precios, que moderen ligeramente su caída, pero continúa en línea descendente.*

La mejoría a la que antes nos hemos referido es también recogida por la Sociedad de Tasación, que dice: *Continúa por quinto trimestre consecutivo la mejora de la confianza en la evolución de la economía y de las ventas de inmuebles. No obstante, ese crecimiento sigue siendo lento, y el índice se mantiene todavía en la zona negativa.*

Pero hay algo que nos ha llamado la atención, y es la entrada de fondos de capital riesgo en el mercado inmobiliario nacional tal y como recoge el informe citado: *Los fondos de capital riesgo que comenzaron a entrar en el mercado español hace dos trimestres consolidan su presencia, y han facilitado en cierta medida la absorción de una parte del stock existente. No obstante, la reactivación del mercado pasa por aumentos significativos en la concesión del crédito hipotecario a particulares, que, si bien, de acuerdo al sector de entidades financieras comienza a producirse lentamente, aún no se traduce en un incremento de la actividad.*

Ante estos mensajes, la pregunta relevante que nos hemos hecho es si no estaríamos siendo muy negativos, dado que estamos inmersos dentro del problema y si es posible que desde fuera la percepción sea distinta, especialmente ante la caída de precios aludida anteriormente y que puede haber abierto una gran oportunidad de inversión. Para responder a esta pregunta hemos buscado en el informe conocido como *Tendencias del Mercado Inmobiliario*, publicado conjuntamente por Urban Land Institute y PWC, referente a Europa 2014. Este informe es un proyecto conjunto del Urban Land Institute (ULI) y PWC. *Tendencias del Mercado Inmobiliario® Europa* es una publicación que pretende recoger las tendencias y las previsiones del sector, y que conoce este año su undécima edición.

Los fondos de capital riesgo que comenzaron a entrar hace dos trimestres consolidan su presencia, y han facilitado en cierta medida la absorción de una parte del stock existente

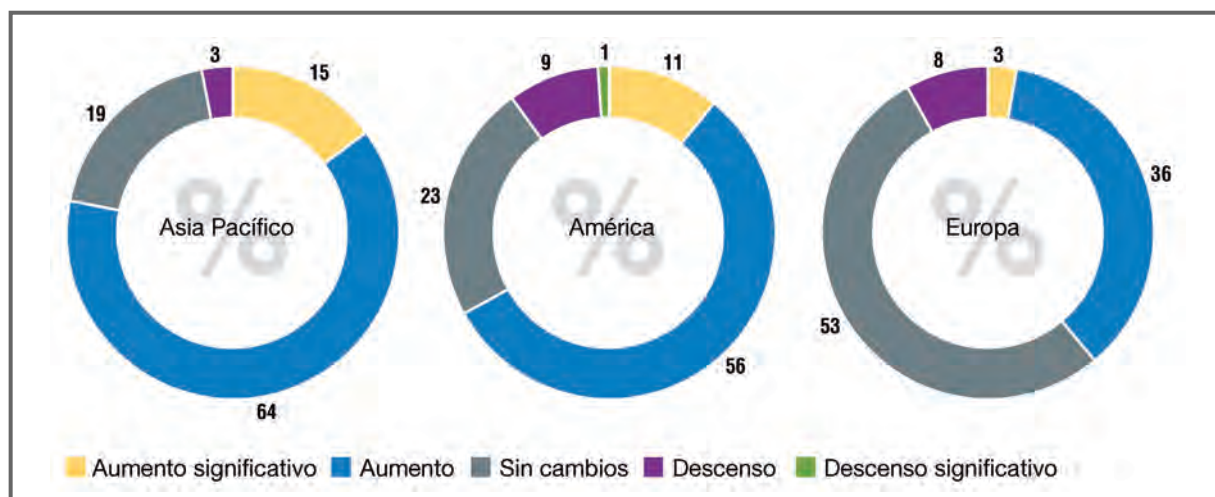
El informe aporta una visión de conjunto sobre las tendencias de promoción e inversión inmobiliaria europea, la financiación y los mercados de capitales inmobiliarios, los diferentes mercados de este sector, las áreas metropolitanas y otros temas relacionados con los bienes raíces en Europa.

El informe destaca que *la confianza ha regresado a los mercados inmobiliarios y Europa vuelve a ser una vez más el lugar en el que todos quieren estar; de hecho, el 53% de los encuestados prevé una mejora de sus beneficios. Asimismo, manifiesta que la inversión directa en el sector inmobiliario europeo se encuentra "prácticamente en los niveles anteriores a la crisis", y este ímpetu se puede atribuir sobre todo a la entrada de capital procedente de los fondos soberanos, principalmente procedentes de Asia.*

En el siguiente cuadro observamos las perspectivas de procedencia del capital al mercado inmobiliario europeo.

GRÁFICO 40. Entrada de flujo internacional de capitales al mercado inmobiliario europeo en 2014.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.

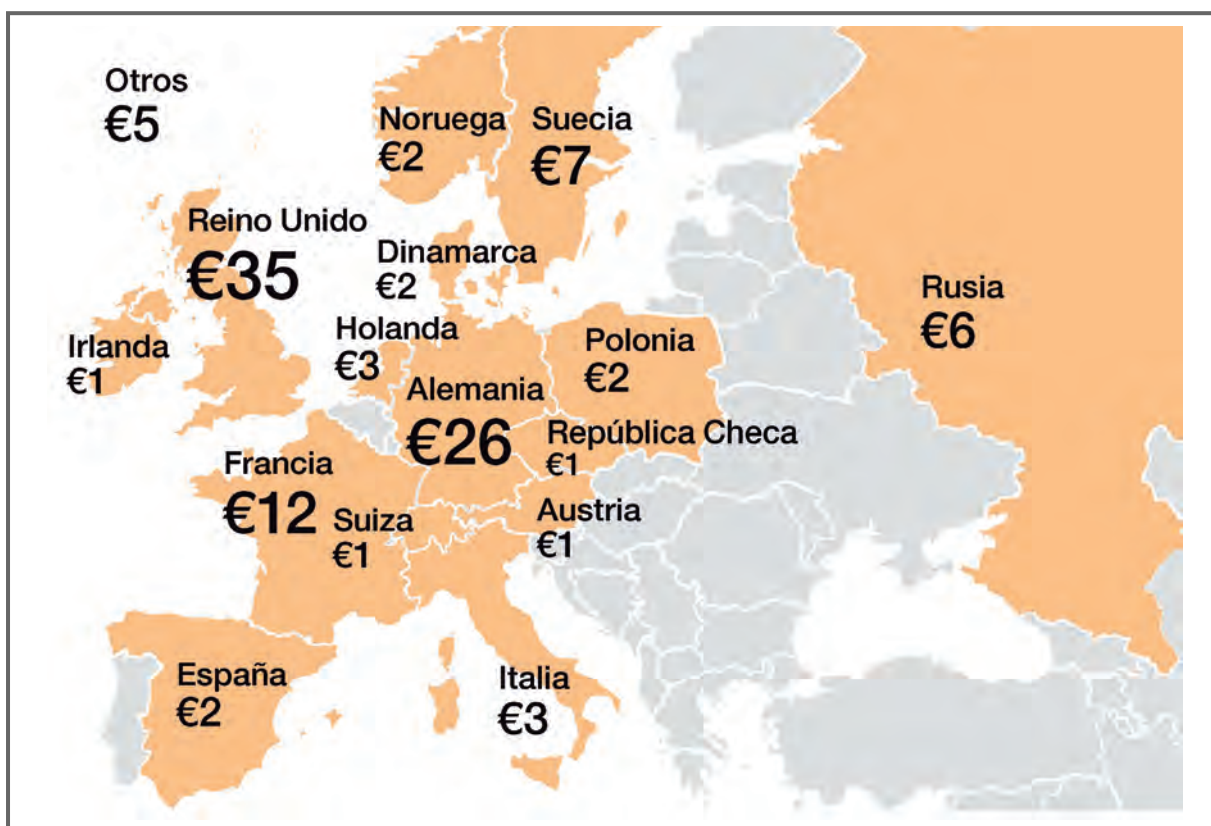


En concordancia con esta opinión, se encuentra Real Capital Analytics, que ponía números en cuanto a inversión en los tres primeros trimestres de 2013, donde el volumen total de inversión era de 110.900 millones de euros, repartidos conforme al siguiente gráfico y donde destaca, por su comparativa, la situación española, dado el puesto que ocupa en peso relativo en el área euro.

Real Capital Analytics, ponía números en cuanto a inversión en los tres primeros trimestres de 2013, donde el volumen total de inversión era de 110.900 millones de euros

GRÁFICO 41. Inversión inmobiliaria en Europa, volumen de inversión en euros durante el primer y tercer trimestre de 2013.

Fuente: Real Capital Analytics.



Cierto es, por tanto, que la actividad en este momento en España no está respondiendo a la posición vista anteriormente en cuanto a su importancia, algo que también afecta a Italia por su posición de periferia europea. Sin embargo, la percepción sobre España comienza claramente a cambiar. Así, en la encuesta que nos ofrece este informe se nos manifiesta que casi un 60% de los encuestados muestran una opinión favorable sobre España como mercado donde existen buenas oportunidades de inversión, tal y como puede apreciarse en las respuestas dadas que exponemos a continuación.

GRÁFICO 42. Porcentajes de opinión sobre las oportunidades de inversión en España.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.



El informe destaca que España ha pasado de ser la “oveja negra” al “mercado estrella” europeo; y además, los encuestados piensan que esa tendencia continuará durante el ejercicio presente, 2014. La situación es comparada con lo que ocurrió en Irlanda, donde nadie quería saber nada de este país y sin embargo ahora es el mercado más deseado del sector.

Antes de entrar en la financiación, parece importante incluir en el presente estudio la siguiente afirmación que se recoge en el Informe de Tendencias del Mercado Inmobiliario al que venimos aludiendo: *España sigue siendo una recomendación con salvedades, pero es evidente que el empuje de la inversión no deja de crecer. Los fondos oportunistas se darán grandes alegrías con los activos distressed, mientras que los inversores con una visión a más largo plazo se pueden centrar en datos como el importante aumento del volumen de turistas llegados a este país y el hecho de que ya disponga de una importante inversión en infraestructura.*

El informe es de máxima relevancia si hablamos de financiación. En el terreno agregado europeo, el caldo de cultivo parece totalmente que siga creciendo, en el supuesto de que los inversores vean medidas sostenidas, algo que debería provocar un aumento de la disponibilidad de capital y deuda en 2014. Véase el siguiente gráfico:

GRÁFICO 43. Disponibilidad de capital en 2014.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.

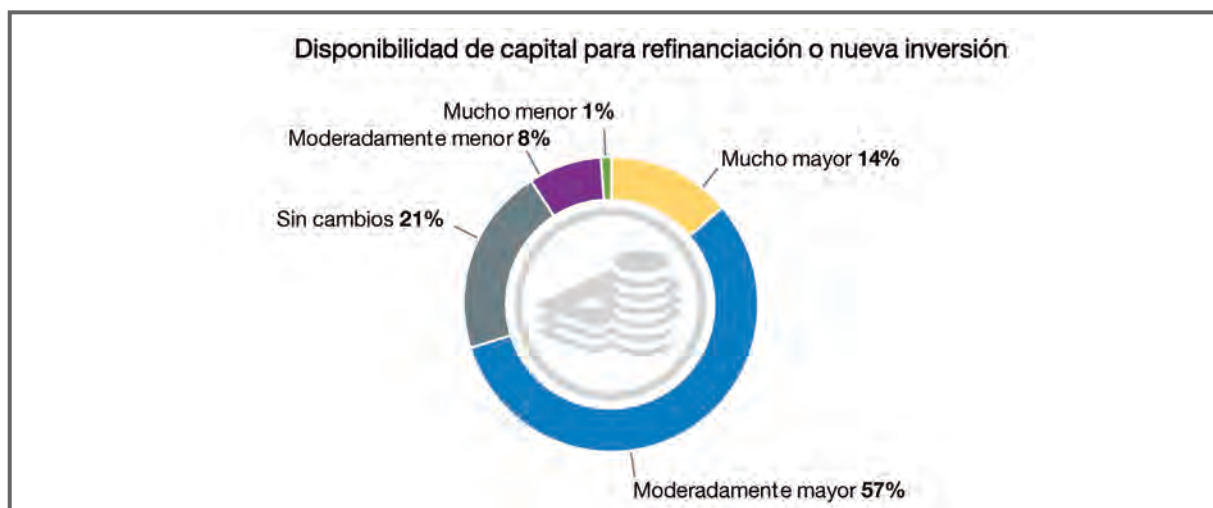
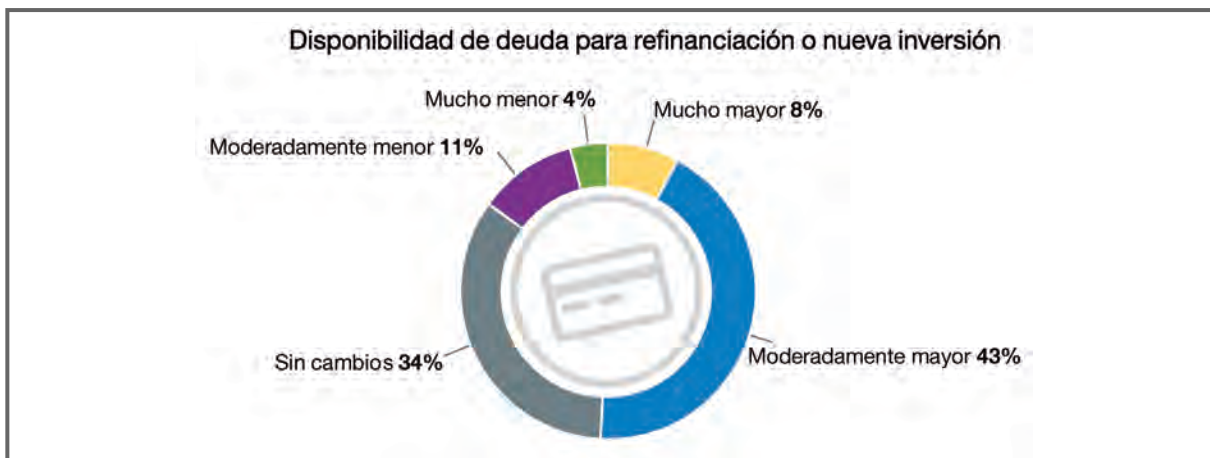


GRÁFICO 44. Disponibilidad de la deuda en 2014.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.



Por tanto, si, como el estudio parece vaticinar, hay dinero para invertir, la cuestión a resolver es si España se beneficiará del mismo, como consecuencia de haberse despojado de la etiqueta de la “oveja negra” descrita anteriormente. En este sentido, el informe nuevamente destaca que la revelación principal es el movimiento de capitales que está entrando en España. Para muchos inversores se trata de hacer lo hecho en Irlanda, allí la National Asset Mangement Agency, aquí la SAREB.

Los nuevos informes destacan que España ha pasado de ser la “oveja negra” al “mercado estrella” europeo

Pero, ya para terminar y por la relevancia de este informe, conviene señalar las siguientes afirmaciones que el informe incorpora:

Casi el 89% de los encuestados cree que la disponibilidad de financiación vía deuda por parte de los bancos seguirá siendo la misma o se incrementará en 2014. Sin embargo, el 22% de los encuestados prevé que descenderá.

El déficit de financiación existente está siendo ocupado, en parte, por fondos especializados y por la expansión estratégica de las aseguradoras que se han introducido en el mercado de la financiación de deuda.

GRÁFICO 45. Fuentes de financiación vía deuda en 2014.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.

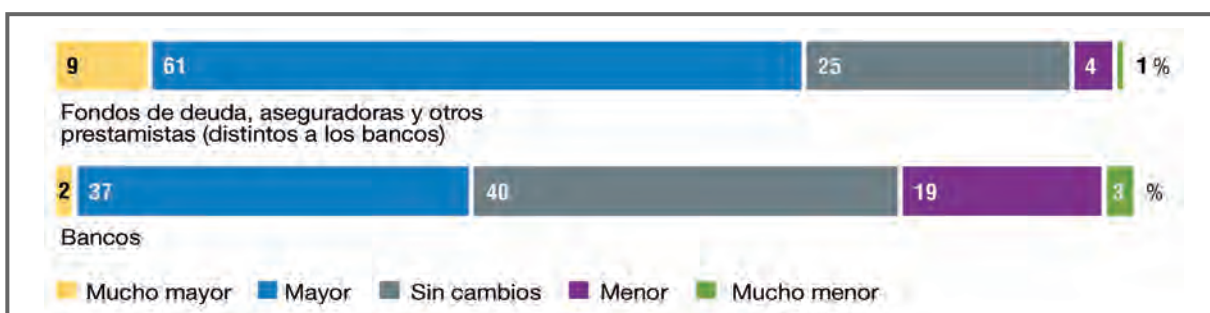
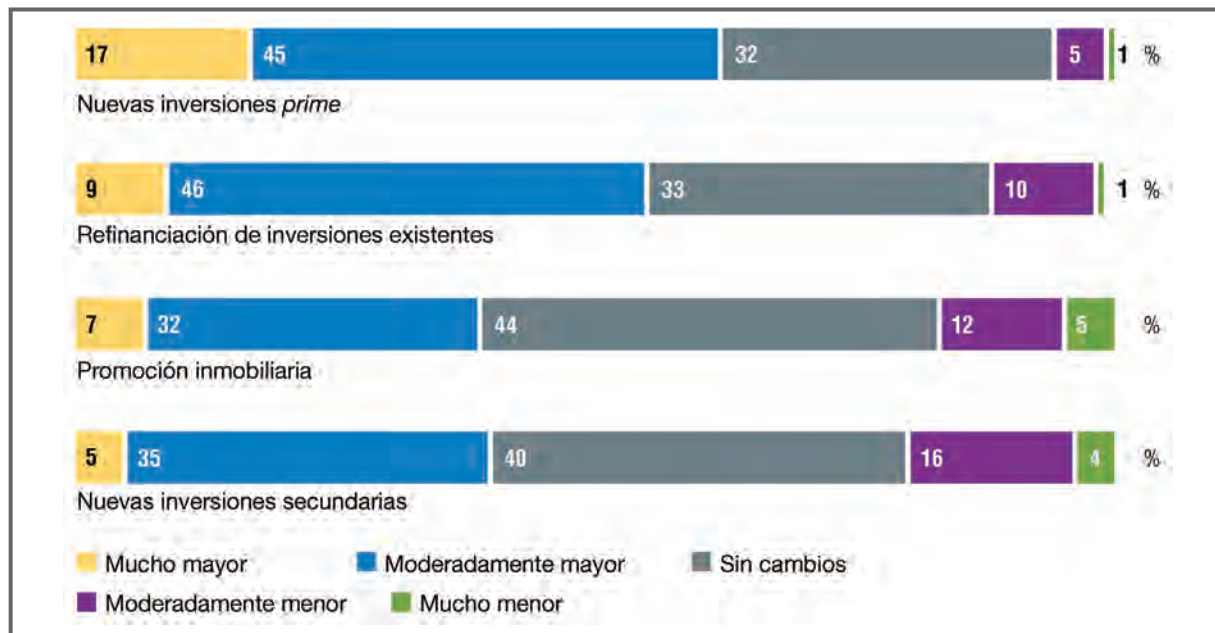


GRÁFICO 46. Capacidad para obtener financiación de deuda senior (2013 vs 2012).

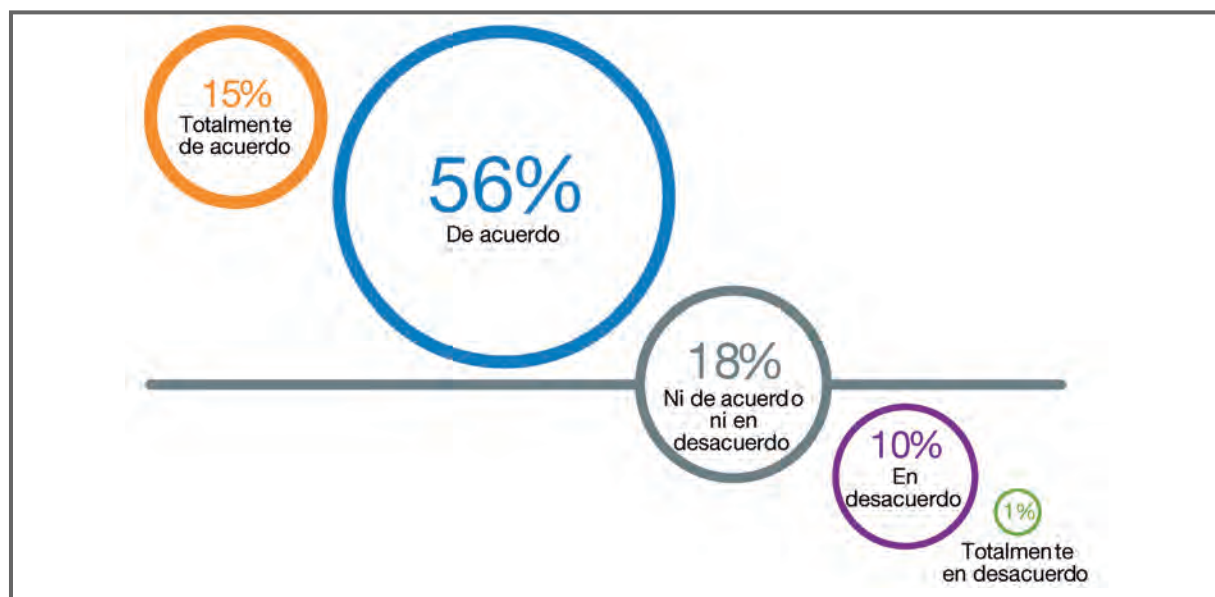
Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.



Ya para concluir, baste decir que la alegría puede llegar no sólo a la obra terminada, sino también a la promoción, algo a lo que habrá que estar muy atento. El informe señala, en este sentido, que se ha destinado un 39% más de volumen de financiación vía deuda a la promoción inmobiliaria. En el caso español esta afirmación parece matizable, dado el stock acumulado, así como que ahora acabamos de quitarnos la etiqueta de “oveja negra” del mercado europeo.

GRÁFICO 47. La promoción inmobiliaria es una fórmula atractiva para adquirir activos prime.

Fuente: Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014.



BIBLIOGRAFÍA

- **Memorándum de entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera**, de 23 de julio de 2012, suscrito por el Gobierno de España.
- **MARF: Oportunidades para pymes y perspectivas para inversores**. Del departamento de investigación del IEB y AXESOR.
- **La quita y la conversión de los acreedores bancarios. El *bail-in***. Santiago Pernías. IEB.
- **Retrato de las pymes 2014**. Ministerio de Industria, Energía y Turismo.
- **Informe de evolución del sector de la construcción**. Confederación Nacional de la Construcción. 3^{er} trimestre 2013.
- **FIEC: La construcción en Europa**. Actividad 2012.
- **Confederación Nacional de la Construcción —CNC—**: Informe de evolución del sector de la construcción. 3^{er} trimestre 2013.
- **CNMV: El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales**. Documento de trabajo, n° 52.
- **FSB: *Global Shadow Banking Monitoring Report* 2013**.
- **Acuerdo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea “Convergencia Internacional de Medidas y Normas del Capital”, “Basilea II”, de 26 de junio de 2004**.
- **Basilea III: Marco Regulador global para reforzar los Bancos y Sistemas Bancarios**. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea Banco de Pagos Internacionales. 2010.
- **Banco de España: Informe de estabilidad financiera**. 05/2014.
- **Tendencia del Mercado Inmobiliario**. El retorno. Europa 2014. Urban Land Institute y PWC.
- **Informe trimestral de ST, Sociedad de Tasación**. Tendencias del Sector Inmobiliario. 2º trimestre 2014. ST, Sociedad de Tasación.

© 2014, IEB
© 2014, AXESOR

IEB
Alfonso XI, 6 - 28014
Madrid
Tel. 91 524 06 15
www.ieb.es

Diseño de Delta Publicaciones

Imprime Print House

**Comparativa de fuentes de financiación internacional,
con énfasis en el sector de la construcción:
Estados Unidos, Alemania y España**

Miguel Ángel Bernal Alonso. Coordinador del Departamento de Investigación del IEB
Patricia Vegas Arjona. Departamento de Investigación IEB

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN. WP-2014-1011-GR

