

**RESTRICCIONS DE CRÈDIT
AL SECTOR EMPRESARIAL:
SITUACIÓ, PERSPECTIVES I
ALTERNATIVES**



Document de debat

Taula de Política Econòmica

29 d'abril del 2013



ÍNDEX

1	INTRODUCCIÓ I OBJECTIUS.....	3
2	CAUSES I CONSEQÜÈNCIES DEL <i>CREDIT CRUNCH</i>	5
3	REESTRUCTURACIÓ DEL SECTOR FINANCER I NORMALITZACIÓ DEL CRÈDIT	10
4	DESENDEUTAMENT I CAPITALITZACIÓ AL SECTOR EMPRESARIAL	15
5	POLÍTIQUES PER FACILITAR EL CRÈDIT	19
6	ALTERNATIVES AL CRÈDIT BANCARI.....	24
7	CONCLUSIÓ	28

1. INTRODUCCIÓ I OBJECTIUS

Hi ha un consens cada vegada més ampli en considerar les restriccions que operen sobre l'oferta de crèdit al sector privat com un dels principals obstacles —sinó el principal— que dificulten la recuperació econòmica a Europa. A la última edició (abril 2013) del *World Economic Outlook*, l'FMI constata el fet que a la zona de l'euro *“credit channels are broken: better financial conditions are not yet passing through to companies and households because banks are still hobbled by poor profitability and low capital”*. Mentre que al *Global Financial Stability Report* la mateixa institució destaca que *“small and medium-sized companies, which are the backbone of employment, are particularly affected by the increased cost and limited supply of bank credit”*.

En la mateixa línia, un estudi recent del Banc Central d'Irlanda¹ analitza les dificultats amb que es troben les PIMES de la perifèria de la zona de l'euro per accedir al crèdit bancari. L'estudi utilitza dades del Banc Central Europeu juntament amb altres fonts estadístiques per mostrar com les PIMES irlandeses generen una demanda de crèdit similar a la mitjana europea, però el nombre d'empreses que veuen les seves sol·licituds denegades, han de fer front a condicions prohibitives o senzillament no demanen crèdit per que anticipen que els hi serà denegat, se situa significativament per sobre d'aquesta mitjana.

Per a Catalunya, l'Enquesta de Clima Empresarial elaborada conjuntament per la Cambra de Comerç de Barcelona i l'Institut d'Estadística de Catalunya (IDESCAT) inclou tres preguntes sobre finançament empresarial. La última onada de l'enquesta correspon al primer trimestre de 2013 i recull els següents resultats:

- a) El 73 % de les empreses enquestades manifesten haver tingut més problemes per finançar les seves activitats en comparació amb el trimestre anterior, amb un màxim del 87,4 % a la construcció i un mínim del 63,5 % a la indústria. El

¹ Sarah Holton i Fergal McCann: “Irish SME credit supply and demand: comparisons across surveys and countries” Economic Letter Series nº 8, Central Bank of Ireland (2012).

principal problema (per al 58 %) és la falta de liquiditat a causa de l'estancament de l'activitat, seguit de la morositat (50 %), el cost elevat o la major dificultat per accedir al crèdit (49 %) i la disminució dels recursos interns (46 %).

- b) Del 43 % de les empreses enquestades que han sol·licitat finançament a alguna entitat de crèdit durant el període de referència a un 59 % li han concedit, però amb condicions més exigents; a un 25 % li han concedit sense més dificultats; a un 12 % li han denegat i un 3 % ha retirat la sol·licitud perquè les condicions que se l'imposaven no eren acceptables.
- c) Només un 10 % de les empreses utilitza vies de finançament diferents del crèdit bancari, un 7 % es planteja utilitzar-les i un 83 % ni s'ho planteja.

Amb aquest punt de partida, l'objectiu del present document, que es sotmet a debat de la Taula de Política Econòmica de 29 d'abril de 2013, és triple:

- a) Analitzar els factors que expliquen el "*credit crunch*", les perspectives per als propers anys i l'impacte previsible sobre l'activitat sota diferents escenaris alternatius.
- b) Valorar propostes de política econòmica orientades a normalitzar el flux de crèdit a les activitats productives i facilitar vies alternatives de finançament empresarial.
- c) Posar les bases per a un diàleg fluid entre els sectors financer, empresarial i públic, que permeti consensuar actuacions que contribueixin a la solució del problema a partir d'un diagnòstic compartit.



2. CAUSES I CONSEQÜÈNCIES DEL CREDIT CRUNCH

El saldo viu de crèdit al sector privat de les economies catalana i espanyola s'ha reduït un 13 % acumulat entre el quart trimestre de 2010 i el quart trimestre de 2012. Al conjunt de l'Estat (no es disposa de dades desglossades per a Catalunya) el crèdit a activitats productives ha caigut un 18,8 % durant aquest període i explica un 77,3 % de la contracció total, mentre que el crèdit a les famílies cau un 7,0 % i explica un 23,7 % del total (la resta és crèdit a les ISFLH i sense classificar).

Aquesta contracció de l'estoc de crèdit reflecteix l'efecte combinat d'una disminució de la demanda solvent, amplificada per una major restricció en l'oferta de crèdit. És un debat estèril atribuir la responsabilitat del *credit crunch* a una sola part de l'equació, perquè obeeix a factors que es reforcen recíprocament. En el cas del sector empresarial, la demanda de crèdit cau perquè es deterioren les perspectives de creixement i de generació de fluxos de caixa de les empreses, al temps que augmenta el cost del finançament aliè. L'oferta, al seu torn, es restringeix perquè les entitats financeres es veuen obligades a disminuir la seva dependència del finançament majorista i a reestructurar-se per reforçar la solvència, reduint la seva exposició al risc.

En general, el crèdit no és un indicador avançat del cicle econòmic, sinó que més aviat actua com a factor accelerador durant els períodes expansius, però també pot retardar i obstaculitzar les recuperacions². L'objectiu de la política econòmica hauria de ser moderar l'efecte accelerador del crèdit durant les expansions i minimitzar les friccions del sistema financer que poden frenar la recuperació. Però seria un error tractar d'induir la reactivació econòmica provocant artificialment un augment indiscriminat del crèdit al sector privat, quan el problema de partida és un excés d'endeutament en aquest sector que cal corregir. El que s'aconseguiria amb una expansió artificial del crèdit —utilitzant fons i avals públics, per exemple— és retardar i complicar

² Gabriel Pérez Quirós: "El papel del crédito como predictor del ciclo económico" Boletín Económico del Banco de España (Diciembre 2012).

l'ajustament inevitable, dificultant la necessària reassignació dels recursos entre sectors productius.

La “normalització” del crèdit en un context recessiu passa per accelerar l'amortització dels actius problemàtics o fallits —que redueix l'estoc acumulat— i així facilitar que augmentin els fluxos de nou crèdit cap a les empreses i els sectors d'activitat amb millors perspectives de creixement —que fan créixer l'estoc. L'efecte net d'aquestes dues forces contraposades pot donar lloc a un creixement moderadament positiu de l'estoc acumulat, però l'ajustament de l'economia exigeix que sigui inferior al del PIB nominal durant un temps. Per entendre el perquè, quines són les perspectives de creixement del crèdit al llarg dels propers anys, i l'impacte sobre els nivells d'activitat i ocupació sota diferents escenaris, cal considerar primer la relació entre creixement i (des)endeutament.

Les economies catalana i espanyola pateixen el que s'ha anomenat una “crisi de balanços”, que va aflorar en primer lloc al sector privat no financer —amb epicentre a l'immobiliari— va repercutir a continuació sobre el sector financer i finalment s'ha traslladat al sector públic. Una crisi de balanços significa que el valor del deute acumulat es percep com a excessiu en relació al valor de mercat dels actius i la capacitat d'aquests actius per generar ingressos que permetin fer front a la càrrega del deute, generant problemes de liquiditat a curt termini i posant en dubte la solvència a més llarg termini. La percepció d'un endeutament excessiu genera al seu torn una crisi de confiança que encareix i/o restringeix, sovint de forma sobtada, l'accés al finançament aliè. Els deutors amb problemes de liquiditat i/o solvència —siguin empreses no financeres, entitats financeres o administracions públiques— reaccionen tractant de reduir el pes del deute en els seus balanços. Per fer-ho redueixen les despeses corrents i d'inversió i destinen una part creixent dels seus recursos a reforçar la liquiditat i amortitzar el deute. La contracció de la despesa com a conseqüència dels esforços dels diferents agents econòmics per desendeutar-se es transmet al llarg de la cadena productiva i provoca la contracció, tant del crèdit com del nivell d'activitat.



Quan és l'economia d'un país en el seu conjunt la que es troba excessivament endeutada en relació amb l'exterior els esforços per estabilitzar primer i després reduir el deute acumulat generen una contracció de la demanda domèstica que porta l'economia a la recessió, a menys que l'impuls de la demanda externa sigui prou intens com per actuar de factor compensador. Com més intens sigui l'impuls de la demanda externa, menor serà la necessitat de contenir la demanda domèstica per ajustar el balanç del conjunt de l'economia amb l'exterior. És per aquest motiu que la solució a una crisi de balanços d'un país amb l'exterior passa necessàriament per una reassignació dels recursos productius des dels sectors orientats a la demanda domèstica envers les activitats més orientades als mercats internacionals. En absència d'un tipus de canvi flexible, la velocitat i els costos associats amb aquest procés de reassignació de recursos depenen de la capacitat d'adaptació del teixit econòmic i de la flexibilitat del marc institucional del país en qüestió.

La primera conseqüència que es desprèn d'aquests arguments és que la correcció d'una crisi de balanços passa, necessàriament, per una reducció dels nivells de deute acumulats en relació al PIB. Quan la principal component del deute acumulat és el crèdit bancari això vol dir que durant un període de temps més o menys llarg el volum agregat de crèdit haurà de créixer menys que el PIB. Per tant, no es pot esperar del crèdit bancari que actuï com a principal factor impulsor del creixement a curt termini. El que s'ha de produir és una recomposició sectorial dels fluxos de nou crèdit, que faci compatible l'augment del finançament a les activitats productives amb millors perspectives de creixement, i en especial les orientades a l'exterior, amb una reducció de l'estoc de crèdit agregat en relació al PIB.

El sector privat de l'economia espanyola ha reduït progressivament el seu endeutament al llarg dels últims anys. El deute de les famílies ha passat de representar el 86 % del PIB el 2009 al 82,2 % el 2011 i el 80 % el 2012 —un ajustament de sis punts percentuals en tres anys. Mentre que el deute acumulat de les societats no financeres ha passat del 139 % del PIB el 2010 al 134 % el 2011 i el 131 % el 2012 —vuit punts en

tres anys. A aquest ritme, el sector privat de l'economia espanyola aconseguiria reduir el seu deute acumulat al 160 % del PIB que s'estableix com a referència al *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP) de la Comissió Europea, cap al 2016.

Cal reconèixer, però, que aquest valor de referència postulat per la Comissió Europea no té valor de llei. Hi ha altres economies del mateix entorn amb un nivell d'endeutament privat superior al 160 % del PIB i que no pateixen una pressió similar per desendeutar-se (per exemple: Països Baixos, Dinamarca i Regne Unit). El factor clau que determina el major perfil de risc de l'economia espanyola està en el grau d'endeutament extern i en la desconfiança per part dels inversors internacionals de que aquest grau de dependència de l'exterior sigui sostenible en el marc d'una unió monetària sense unió bancària ni unió fiscal. Quan aquest és el cas, la contracció del crèdit domèstic és la conseqüència. Per superar aquesta restricció sobre el creixement la única via és la demanda externa que, al seu torn, ve determinada pel ritme de creixement dels principals mercats d'exportació i per la competitivitat de la pròpia economia. Si s'assumeix que la intensitat de la demanda externa i el grau de restricció per obtenir finançament de l'exterior són factors exògens a la pròpia economia, llavors cal acceptar que tant la demanda domèstica com l'oferta efectiva de crèdit als sectors residents podran créixer només en proporció al dèficit per compte corrent que el país estigui en condicions de finançar en cada moment.

Durant la fase inicial de l'euro els tipus d'interès van convergir i els fluxos de finançament entre països de la zona es van multiplicar en la confiança que els països prestataris estarien en condicions de complir el seus compromisos i que els prestamistes obtindrien les rendibilitats esperades de les seves inversions, sense que preocupessin els nivells d'endeutament que s'anaven acumulant. Amb una moneda única i sense restriccions als fluxos de capital entre els països de la zona els saldos per compte corrent es van arribar a considerar com una variable residual i poc rellevant — com és el cas als EUA. Però en absència d'una unió bancària i fiscal entre els països de l'eurozona, una vegada es trenca la confiança en la capacitat d'algunes economies per

complir els seus compromisos els fluxos de capital s'interrompen —i fins i tot es capgiren— i els mercats de crèdit es tornen a fragmentar a escala estatal.

En altres paraules, la caiguda de la demanda domèstica i del crèdit al sector privat són la contrapartida a la reducció progressiva del dèficit per compte corrent, en un context de fragmentació dels mercats de crèdit a la zona de l'euro i amb una capacitat limitada per compensar aquestes caigudes per la via de les exportacions. El retorn a la restricció exterior que tant sovint va acabar amb les fases expansives de l'economia espanyola abans de l'euro i que va portar a devaluacions successives de la pesseta, ara opera per la via del desendeutament forçat del sector financer, que repercuteix inevitablement sobre el volum de crèdit al sector privat. La intervenció del Banc Central Europeu per garantir la liquiditat del sistema financer a través de facilitats creditícies com la *Long-Term Refinancing Operation* (LTRO) ha relaxat aquesta restricció, però no l'ha eliminat, i molt menys l'ha resolt de manera definitiva.

Les últimes previsions publicades per l'FMI apunten a que l'economia espanyola registrarà un saldo positiu en la balança per compte corrent equivalent a l'1,1 % del PIB el 2013 i del 2,2 % el 2014. Això implica que l'economia espanyola estaria ja en condicions de generar l'estalvi necessari per reduir els nivells acumulats d'endeutament amb l'exterior i, com a conseqüència, és possible que es recuperi progressivament la confiança dels inversors internacionals i que es continuï relaxant la pressió a la baixa sobre la demanda i el crèdit domèstics. Per tant, la tendència més enllà del 2014 podria ser cap a creixements de l'estoc de crèdit al sector privat moderadament positius, si bé encara inferiors al creixement del PIB nominal.

En conclusió: la recuperació no vindrà per la via d'una acceleració en el creixement de l'estoc agregat de crèdit al sector privat. Al contrari, el desendeutament efectiu del sector privat —famílies, empreses i entitats financeres— és condició necessària —que no suficient— per posar les bases d'un nou patró de creixement sostenible i autosostingut. I un desendeutament efectiu implica, per definició, que el crèdit al sector privat —en conjunt— no augmenti per sobre del PIB nominal durant uns anys.

Per tant, no es pot confiar en una expansió indiscriminada del crèdit com la solució decisiva per sortir de la crisi, sinó ajudar a que el processos de desendeutament i reestructuració dels sectors financer i empresarial es produeixin de la forma menys costosa possible en termes d'activitat pel teixit productiu i pel benestar de la població.

3. REESTRUCTURACIÓ DEL SECTOR FINANCER I NORMALITZACIÓ DEL CRÈDIT

El desendeutament es pot produir per dues vies: amortitzant els préstecs fallits i/o disminuint els fluxos de nou crèdit per finançar noves activitats. Donat que la restricció opera sobre el conjunt del deute acumulat per les entitats financeres, com més lentament es produeixi el reconeixement i posterior amortització del deutes fallits, menys marge haurà per finançar noves activitats productives que compleixin els estàndards de solvència. Per tant, el principal objectiu de política econòmica hauria de ser garantir que el procés de reconeixement i amortització dels deutes fallits i la posterior recapitalització de les entitats financeres afectades es produeix de la manera més ordenada i efectiva possible.

L'últim Informe d'Estabilitat Financera del FMI (*Global Financial Stability Report*, abril 2013) constata que el procés de reparació dels balanços al sector financer ha avançat a un ritme desigual a les diferents zones econòmiques. Un dels obstacles més comuns és la dilació per part de les entitats financeres a l'hora de reconèixer els préstecs fallits, fet que genera incertesa als inversors i dificulta al seu torn el finançament de les pròpies entitats. La raó d'aquesta dilació és que a mesura que la qualitat dels préstecs es continua deteriorant en un context de crisi econòmica es redueix la capacitat de les entitats per absorbir pèrdues i retirar els actius problemàtics del balanç. La persistència d'aquests actius al balanç absorbeix uns recursos de capital cada vegada més escassos i dificulta així la concessió de nou crèdit. A falta d'un mercat organitzat en el què puguin disposar dels actius danyats els bancs poden optar per reduir el nivell

de risc del seu balanç cancel·lant préstecs a empreses solvents, mentre retarden el reconeixement dels fallits³.

La solució per evitar una disrupció crònica del flux de nou crèdit que s'estengui al conjunt de l'economia passa per obligar les entitats amb problemes a reconèixer les pèrdues latents i recapitalitzar el sistema, en la mesura del possible via ampliacions de capital, venda d'actius i amb fons públics quan sigui necessari. Un procés d'aquesta naturalesa és el que ha començat a posar-se en marxa a l'Estat espanyol amb l'operació de rescat del sector bancari mitjançant fons europeus procedents del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) i canalitzats a través de la Sociedad de Gestión de Activos para la Reestructuración Bancaria (SAREB). Aquesta operació neix del canvi d'estratègia en relació al sector que recull el *Memorandum of Understanding* entre el govern d'Espanya i l'Eurogrup de juliol de 2012, al que segueix la Llei 9/2012 de 14 de novembre de reestructuració i resolució d'entitats de crèdit i el Real Decret 1559/2012 que estableix el règim jurídic que haurà de seguir la societat de gestió d'actius.

La figura del "banc dolent" que representa la SAREB serveix per descontaminar el sistema financer dels efectes de les decisions d'inversió equivocades del passat. Mitjançant aquest mecanisme s'estima que les entitats financeres espanyoles es desfaran d'uns 130.000 milions d'euros d'actius problemàtics en els seus balanços (gairebé un 32 % del crèdit al promotor concedit pel sistema a desembre de 2011, mentre que la resta té una cobertura mitjana del 43 % una vegada satisfet el que estableixen els RD-L 2/2012 i 18/2012). La SAREB adquirirà aquests actius a un preu que pretén reflectir el seu valor fonamental i els gestionarà amb l'objectiu de maximitzar el seu valor de recuperació de manera ordenada al llarg d'un període de 15 anys, evitant una venda massiva de propietats immobiliàries que provoqui pèrdues insostenibles per al conjunt del sistema financer.

³ Una estratègia que J.P. Morgan etiquetava gràficament com "delay and pray".



La SAREB pagarà l'adjudicació dels actius amb títols de deute avalat per l'Estat que les entitats cedents podran descomptar en el Banc Central per obtenir liquiditat. Aquestes entitats registraran pèrdues proporcionals a la diferència entre el preu en llibres dels actius i el preu de cessió, que en part seran assumides pels accionistes i els creditors més júnior i generaran un dèficit de capital que serà cobert pel crèdit de 100.000 milions d'euros concedit per l'Eurogrup. L'objectiu últim que es persegueix és que la cancel·lació accelerada dels actius problemàtics augmenti la capacitat de concessió de nou crèdit per a projectes viables, al temps que s'obliga les entitats més fràgils a ajustar la dimensió, perdre quota de mercat o ser absorbides per entitats més sanejades (es calcula que la capacitat instal·lada al conjunt del sector s'ha reduït prop d'un 25 % des dels nivells de 2008). Per altra banda, també s'accelera la reestructuració del sector immobiliari, alliberant recursos que es poden destinar a línies d'activitat més rentables.

Per altra banda, cal recordar que els bancs espanyols han utilitzat part dels recursos procedents de la facilitat de crèdit del BCE per comprar deute públic de l'Estat espanyol, reforçant el vincle entre el risc sobirà i el bancari i dificultant la recuperació de la confiança per part dels inversors internacionals —tal com es reflecteix la persistència d'una elevada prima de risc. El mecanisme d'assistència financera acordat amb l'Eurogrup va néixer amb la pretensió de contribuir a separar aquests dos riscos, però la realitat és que el rescat té la naturalesa d'un préstec a retornar avalat per l'Estat espanyol i que, com a conseqüència, els contribuents espanyols assumeixen el risc últim vinculat als actius problemàtics. Que aquest risc s'acabi o no materialitzant en forma d'un major nivell de deute públic dependrà, entre d'altres factors, del bon disseny i gestió de la SAREB. En especial, existeix el risc de que el calendari d'amortització del deute avalat obligui a vendre un volum d'habitatges massa elevat abans de que els preus s'hagin estabilitzat⁴.

⁴ Sandra Jódar-Rosell: "Sareb: claves estratègiques" Documento de trabajo 01/13, Área de Estudios y Análisis Económico de "laCaixa" (Gener 2013).



Malgrat els riscos derivats de la forma com s'ha articulat el rescat bancari, cal reconèixer que l'any 2012 ha representat un avenç important en el procés de reestructuració i recapitalització del sector financer espanyol. Per una banda, les entitats intervingudes han rebut injeccions públiques de capital per valor d'uns 38.000 milions d'euros amb fons procedents del MEDE, mentre que la resta del sistema ha aconseguit augmentar el seu capital mitjançant desinversions i emissió d'accions, fins assolir una ràtio de capital superior al 10 % a desembre de 2012.

De cara a 2013 el conjunt del sistema financer espanyol haurà d'afrontar uns venciments majoristes d'uns 95.000 milions d'euros. El retorn gradual de la confiança als mercats de deute i la disminució de la prima de risc han permès al sistema financer captar uns 10.000 milions d'euros durant el mes de gener, entre deute sènior i cèdules hipotecàries. Això ha contribuït a que les entitats financeres espanyoles redueixin l'apel·lació al BCE i continuïn amb el procés de desendeutament en curs, reduint el gap entre crèdits i dipòsits en uns 45.000 milions d'euros —malgrat que s'espera que la base de dipòsits es continuï reduint⁵. En última instància, el sistema bancari espanyol haurà de reduir la seva dependència del finançament majorista i elevar significativament la proporció de dipòsits al balanç. Fins que això no s'aconsegueixi no retornarà plenament la confiança en el sistema i no es podrà normalitzar el crèdit.

En conclusió: la clau per garantir la plena normalització del crèdit a l'economia passa, en primer lloc, per la transparència, imposant la plena amortització dels actius improductius i exigint l'adequada capitalització del sector. Per tant, cal imposar el màxim rigor en les provisions, en la cobertura dels préstecs morosos subjectes a refinançament i en la definició de les partides que computen com a capital, que s'haurien de limitar bàsicament al subscrit i els beneficis retinguts⁶. Al *Memorandum of Understanding* es preveu que el Banc d'Espanya ha d'elaborar un document amb

⁵ "Actualidad del Sistema Financiero. Balance 2012 y retos 2013" Nota 3/2013, Área de Estudios y Análisis Económico de "laCaixa" (Març 2013).

⁶ Cal no oblidar que les provisions que es fan per compensar les pèrdues no són altra cosa que beneficis retinguts, no sotmesos al pagament d'impostos i dividends, el que permet reforçar la base de capital i, en última instància, els recursos prestables per les entitats.

una proposta de reforma de la normativa de provisions, que la Comissió Europea voldria que imposés fortes cobertures per cobrir els crèdits refinançats, que les pròpies entitats estimen per valor de 127.000 milions d'euros. Això podria afectar negativament els beneficis del sector durant 2013.

La dilació en reconèixer les pèrdues latents al sector financer i reestructurar el sistema ja ha representat un cost molt elevat per a l'economia espanyola, havent passat des dels 15.000 milions d'euros reconeguts el 2011 als 150.000 milions del 2013. Els exemples dispars de resolució de crisis bancàries a Suècia i el Japó mostren clarament com els errors de diagnòstic i la lentitud en aplicar el tractament adequat poden transformar una crisi financera que podria ser temporal en crònica. De cara al futur, el govern espanyol hauria de mobilitzar els recursos que fossin necessaris dels 100.000 milions d'euros del MEDE per sanejar completament el sector, de manera que es pugui normalitzar el crèdit als altres sectors productius el més aviat possible, esvaint tots els dubtes sobre la solidesa del sistema financer. Les pèrdues reconegudes les haurien d'assumir, en primer lloc, els accionistes dels bancs i altres titulars d'instruments híbrids. En segon lloc els creditors sènior i, si cal, els dipositants en excés de 100.000 euros. Si això no és suficient, és l'Estat qui ha de procedir a la recapitalització del sistema, intervenint les entitats amb problemes, aplicant plans de sanejament i gestionant la venda a entitats solvents.

Cal insistir, finalment, en que el programa de reestructuració en curs del sistema financer espanyol, amb el préstec del MEDE, no ha servit per desfer el vincle que lliga el risc del sobirà amb el risc bancari, tal com inicialment es pretenia. Per tant, si l'economia es continués deteriorant al llarg del 2013 i també del 2014, augmentaran les pèrdues latents al sistema financer i caldrà intensificar l'esforç de capitalització a càrrec de l'Estat. Encara que aquest no sigui l'escenari més probable amb la informació disponible l'abril de 2013, el govern espanyol hauria d'estar preparat per activar en última instància els mecanismes de rescat previstos, per tal d'evitar que els costos de finançament dels agents públics i privats s'elevin fins a nivells clarament insostenibles.

(L'alternativa seria sortir de l'euro, reestructurar el deute i afrontar un futur incert fora de la disciplina que imposa compartir moneda amb economies més competitives.)

L'actual fragmentació dels sistemes bancaris a la Unió Europea implica que els tipus d'interès mitjans que paguen les empreses dels països perifèrics per endeutar-se a curt termini excedeix en un 50 % o més al cost financer suportat per les empreses alemanyes, amb el desavantatge competitiu que això comporta⁷. A més, aquest diferencial és superior per a les PIMES, en comparació amb les grans empreses. Per acabar definitivament amb la fragmentació dels mercats de crèdit europeus no bastarà amb la reestructuració en curs dels sistemes financers nacionals. És fonamental avançar cap a la creació d'una unió bancària a l'eurozona, amb un supervisor únic, un mecanisme de resolució de les entitats amb problemes i un fons de garantia de dipòsits integrat, en línia amb el que varen acordar els líders europeus a la Cimera de l'eurozona de 29 de juny de 2012, encara que serà difícil assolir una unió bancària efectiva sense una major unió fiscal i política a Europa.

4. DESENDEUTAMENT I CAPITALITZACIÓ AL SECTOR EMPRESARIAL

La normalització del crèdit no és només responsabilitat del sector financer. En conjunt, les empreses no financeres espanyoles han de continuar reduint també el seu nivell d'endeutament i reforçar el grau de capitalització abans de poder absorbir un major flux de crèdit. L'FMI, a la ja citada última edició del *Global Financial Stability Report*, constata que el pes del deute empresarial és excessiu a Itàlia, Portugal i Espanya i s'hauria de reduir significativament al llarg dels propers anys. Això implica vendes d'actius, disminució dels dividendes i reduccions en les despeses corrents i de capital, amb els riscos derivats sobre el potencial de creixement i el clima de confiança

⁷ El tipus sintètic que paguen de mitjana les empreses espanyoles per accedir al crèdit era del 3,91 % el març del 2013, però pels préstecs fins un milió d'euros —que són els que més afecten a les PIMES— se situa en el 5,65 %, mentre que la mitjana de l'eurozona és del 3,83 %. Els tipus d'Alemanya, per exemple, són un 25 % inferiors als espanyols.

empresarial. Per tant, un repte important per a la política econòmica és dissenyar els mecanismes que facilitin una reducció ordenada del deute corporatiu i la consegüent capitalització de les empreses amb fons propis, procurant minimitzar el cost en termes d'activitat i d'ocupació. Com a possibles mesures pal·liatives l'FMI apunta a la imposició de límits a la distribució de dividendes, facilitar vies de finançament alternatives al crèdit bancari i reduir el biaix fiscal en favor del finançament amb deute.

És important destacar la diversitat microeconòmica i sectorial que s'amaga darrera de les xifres agregades. Un estudi de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de la Caixa⁸ posa de manifest les diferències significatives en les ràtios d'endeutament entre empreses en funció de la dimensió i de la branca d'activitat en la que operen. En primer lloc, l'estudi destaca que el sobreendeutament no se limita al sector immobiliari i constructor. Les manufactures i l'hosteleria també apareixen com a sectors relativament més sobreendeutats en comparació amb els nivells mitjans observats al conjunt d'Europa. Per altra banda, les empreses petites tendeixen a presentar ràtios de deute sobre resultats —un indicador de fragilitat financera— més elevats que les grans, si bé han experimentat un procés de desendeutament més intens. En general, el procés d'ajustament ha estat més ràpid en aquells sectors que mostraven un nivell d'endeutament més elevat en termes relatius. La conclusió és que de cara al futur les empreses amb major capacitat per accedir al crèdit seran aquelles que aconseguixin millorar la rendibilitat i, com a conseqüència, reduir la càrrega financera que suporten.

En una línia similar, un estudi publicat al *Boletín Económico* (gener 2013) del Banc d'Espanya⁹ analitza l'evolució dels nivells de deute en el sector de les empreses no financeres espanyoles al llarg dels últims anys des d'una perspectiva microeconòmica. L'evidència analitzada mostra com el procés de desendeutament iniciat el 2009 està

⁸ Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez Carrascal: "El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿Problema común o de unas pocas?" Documento de trabajo 03/12, Área de Estudios y Análisis Económico de "laCaixa" (Maig 2012).

⁹ Álvaro Menéndez y María Menéndez: "La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado", *Boletín Económico del Banco de España* (Gener 2013).

sent més intens del que es dedueix de les dades agregades i que es concentra, com cal esperar, en les empreses que partien de nivells d'endeutament relatiu més elevats. Aquestes empreses també han registrat una evolució més desfavorable de les plantilles i de la inversió en actius fixos materials. Per altra banda, les empreses que partien d'una situació més sanejada han pogut fins i tot augmentar el seu recurs al finançament extern durant el mateix període, al ser percebudes com a més solvents per les entitats financeres.

Finalment, els resultats de la *Enquesta sobre les Condicions d'Accés al Finançament de les Pimes a l'Àrea de l'Euro* (ECAFE) que elabora el Banc Central Europeu mostren que el deteriorament dels resultats de les empreses petites i mitjanes durant la crisi ha estat molt superior al de les empreses més grans, i que també són les PIMES les que declaren patir un major enduriment en les condicions d'accés al crèdit per part de les entitats financeres. Per sectors productius, el deteriorament ha afectat a tots els sectors econòmics, de la mateixa manera que també ho ha fet la reducció del crèdit, si bé ho ha fet amb major intensitat als sectors immobiliari i constructor.

En conclusió: l'evolució dels fluxos de crèdit per tipologies d'empresa i sectors productius tendeix a ser directament proporcional a l'evolució dels resultats empresarials i inversament proporcional als volums de deute acumulats en el passat. Les empreses amb millors resultats i menors nivells de deute acumulats no només no han experimentat problemes per accedir al crèdit, sinó que fins i tot han pogut augmentar els seus nivells d'endeutament durant la crisi.

Per altra banda, les dades disponibles de la Comptabilitat Nacional publicades per l'Institut Nacional d'Estadística (INE) mostren que des del 2009 l'Excedent Brut d'Explotació del sector empresarial està augmentant molt per sobre dels costos laborals, el que significa que a escala agregada els marges empresarials han augmentat en 8,5 punts percentuals del PIB. Això implica que, en conjunt, les empreses espanyoles són ara més rentables que al principi de la crisi, posant de relleu l'important esforç d'ajustament realitzat al llarg dels últims anys —havent deixat pel

camí una part del teixit empresarial. No obstant, la propensió a invertir amb recursos propis s'ha afeblit, com posa de manifest el fet que malgrat el notable augment de la taxa d'estalvi empresarial brut (el que queda de l'excedent després de restar interessos pagats, dividends distribuïts i impostos devengats) la despesa en capital fix ha disminuït. En part, aquest major estalvi no reinvertit ha permès que les empreses reduïssin l'endeutament, però també ha penalitzat la inversió i, per tant, els nivells d'activitat i d'ocupació.

Una forma per estimular la propensió a invertir amb fons propis, i al mateix temps reforçar el grau de capitalització empresarial, seria aplicant una reducció significativa del tipus de gravamen efectiu de l'Impost de Societats, aplicable als beneficis reinvertits¹⁰. (Als EUA l'Administració Obama s'ha proposat reduir aquest tipus del 35 % al 28 %, en línia amb la mitjana ponderada dels països de l'OCDE; a Espanya el tipus general se situa en el 30 %). Una alternativa, aplicada ja en alguns països, seria limitar el marge per deduir els interessos del deute, però tindria l'inconvenient de que augmentaria el cost fiscal total que suporten les empreses —sobretot el de les més intensives en capital físic, que depenen en major mesura del finançament amb deute.

Els principals arguments en contra de reduir el tipus de l'Impost de societats són l'impacte en termes recaptatoris i d'equitat distributiva. Una forma de neutralitzar aquests arguments seria elevant proporcionalment el gravamen que s'aplica als dividends distribuïts i a les plusvàlues del capital. Un estudi¹¹ estima que en el cas dels EUA recuperar els nivells d'imposició sobre els dividends i els guanys de capital de l'any 1997, a l'entorn del 28 %, podria finançar una reducció en el tipus de l'Impost de societats del 35 % al 26 %.

¹⁰ L'article 42 de la Llei de l'Impost de Societats ja contempla una deducció per la reinversió de beneficis extraordinaris. Del que es tractaria es d'estendre aquest principi a tots els beneficis empresarials.

¹¹ Rosanne Altshuler et al.: "Capital income taxation and progressivity in a global economy" Virginia Tax Review (Novembre 2010).

5. ALTRES POLÍTIQUES PER FACILITAR EL CRÈDIT

Cal reconèixer la funció difícilment substituïble a curt i mitjà termini del crèdit bancari com a principal via de finançament extern de les PIMES europees (que representa, de mitjana, entre el 70 % i el 80 % de tot el finançament extern¹²). Aquest paper específic dels bancs es fonamenta en el fet que aquestes entitats estan especialment ben posicionades a l'hora d'establir relacions de proximitat amb les empreses de petita i mitjana dimensió, que supleix la falta d'informació pública estandarditzada que es requereix per accedir directament als mercats de capitals.

En línia amb els arguments exposats, seria raonable esperar que el volum de nou crèdit al sector empresarial evolucioni en línia amb els fluxos de caixa esperats per les empreses, que en bona part estan condicionats per la magnitud dels resultats efectivament observats, de manera que el crèdit complementi la capacitat d'autofinançament empresarial —sense substituir-la ni limitar-la. Des d'aquest punt de vista, una part del descens del crèdit registrat a l'economia espanyola és proporcional a la disminució esperada dels fluxos de caixa del sector empresarial i és fins cert punt justificable. Però no tot. El crèdit bancari acostuma a comportar-se de forma procíclica, creixent per sobre del que justificaria la tendència sostenible dels beneficis empresarials durant la fase expansiva del cicle i per sota durant la fase recessiva. Hi ha diferents raons que expliquen aquest comportament accelerador / desaccelerador del crèdit i que poden justificar determinades formes d'intervenció pública. En especial, cal esmentar l'efecte pro-cíclic derivat de la regulació sobre les ràtios de capital que les entitats financeres han de complir, així com els canvis en la percepció de risc per part de les mateixes entitats, que les impulsa a reforçar les reserves de capital durant la fase descendent del cicle i disminuir-les quan la confiança retorna als mercats¹³.

¹² "Challenges and feasibility of diversifying the financing of EU corporates and SMEs" The Eurofi High Level Seminar 2013, Dublin (Abril 2013).

¹³ Jordi Gual: "El caràcter procíclico del sistema financiero" Documentos de economía nº 14, Área de Estudios y Análisis Económico de "laCaixa" (Mayo 2009) y "Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario" Documentos de economía nº 24 (Diciembre 2011).

En aquest sentit, dos estudis recents del Banc d'Espanya aporten informació empírica en suport del biaix pro-cíclic que s'atribueix al sistema financer. El primer estudi¹⁴ tracta de valorar la influència dels canvis en les reserves de capital dels bancs sobre l'evolució del crèdit per arribar a la conclusió que, efectivament, les entitats més exposades al sector de la promoció immobiliària i, per tant, amb un major risc de registrar pèrdues que puguin erosionar la seva base de capital, van reduir comparativament la seva oferta de crèdit a sectors no relacionats amb la construcció. El segon¹⁵ arriba a la conclusió que les entitats amb majors dificultats de finançament i amb uns balanços més exposats al deteriorament dels actius són aquelles que han reduït en major mesura els seus préstecs en l'etapa més recent.

La intervenció pública dirigida a facilitar el bon funcionament dels canals de crèdit, obturats pels excessos de la fase expansiva, comença per impulsar i gestionar la reestructuració del sector bancari, tal com ja s'ha exposat, però pot i ha d'anar més enllà. Una primera mesura que podria ajudar a disminuir la volatilitat del crèdit seria establir requisits de capital per a la banca en volums absoluts, de manera que els bancs no optin per reduir els actius com a via per complir amb una regulació basada en ràtios de capital. Si els bancs no aconseguissin captar prou capital als mercats per cobrir possibles pèrdues, les haurien d'assumir els accionistes i els creditors—inclouent als tenedors de deute sènior—tot salvaguardant l'assegurança de dipòsits fins un límit cert.

El gruix de la intervenció pública orientada a facilitar el bon funcionament dels canals de crèdit està enfocat de manera selectiva a afavorir el finançament en millors condicions dels processos d'internacionalització i d'innovació, sobretot per part de les PIMES. La Comissió Europea, per exemple, tracta de facilitar el finançament de les PIMES mitjançant instruments de capital i de garantia de préstecs en el marc del

¹⁴ Ignacio Hernando y Ernesto Villanueva: "Cambios en el capital bancario y evolución del crédito: una aproximación microeconómica" Boletín Económico del Banco de España (Febrer 2013).

¹⁵ Ignacio Fuentes: "Un análisis de las diferencias entre entidades en la evolución del crédito al sector privado durante la crisis" Boletín Económico del Banco de España (Març 2013).

Programa Marc per a la Innovació i la Competitivitat 2007-2013 (PIC), gestionats pel Fons Europeu d'Inversions (FEI) a través de bancs, societats de garantia recíproca i fons de capital risc¹⁶. Un altra instrument de la CE a disposició de les PIMES són els fons *Jeremie*, que reben una contribució del Fons Europeu de Desenvolupament Regional (FEDR) d'uns 320 milions d'euros¹⁷. Per altra banda, dins del programa *Loans for SMEs* el Banc Europeu d'Inversions (BEI) atorga préstecs al bancs comercials dels diferents països de la Unió que tenen com a beneficiari últim les PIMES. Mitjançant aquest mecanisme, entre 2010 i 2012 el BEI va posar a disposició de les PIMES espanyoles 6.300 milions d'euros, amb un augment del 76 % el 2012 en relació a l'any anterior. De cara al període 2014-2020, la Comissió Europea posarà en marxa nous instruments financers de suport a les PIMES¹⁸.

En conjunt, totes aquestes iniciatives de la Comissió Europea tenen com a comú denominador un enfocament selectiu centrat en facilitar el finançament de les PIMES més innovadores. Aquest enfocament és adequat en termes generals, en la mesura que intenta corregir determinats biaixos estructurals que obstaculitzen els processos d'intermediació financera i contribueix al reajustament sectorial de l'economia, però no resol la necessitat de moderar l'excessiva volatilitat del crèdit al llarg del cicle. En particular, no té en compte les dificultats d'accés al capital circulant que estrangulen moltes empreses que compleixen amb els estàndards exigibles de solvència.

¹⁶ A l'Estat espanyol el FEI opera amb la col·laboració de CERSA (*Compañía Española de Refianzamiento S.A.*), que ofereix contragaranties per a préstecs, i de "laCaixa", que proporciona micro-crèdits i quasi-capital. Fins al moment s'han beneficiat dels préstecs garantits pel FEI més de 50.000 PIMES espanyoles, que representen una quarta part de totes les PIMES europees que han participat en el programa. Un fons espanyol de capital risc (Bullnet Capital II) també ha rebut finançament en el marc del PIC.

¹⁷ Les condicions d'accés a aquests fons s'han modificat per facilitar l'accés al crèdit de les PIMES espanyoles. S'han establert cinc fons *Jeremie* que estan gestionats per agències nacionals i organismes regionals, destacant per la seva importància el d'Andalusia, amb un pressupost de 235 milions d'euros, el més gran de la UE (a Catalunya es gestionant dins d'aquest esquema fons valor de 50 milions d'euros). A finals de 2012 es va acordar amb el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) la creació d'un fons renovable destinat a facilitar l'accés al finançament de les PIMES innovadores amb garanties, per un valor de 115 milions d'euros, i es preveu la creació d'un altra fons renovable al País Valencià per un valor de 20 milions d'euros el 2013.

¹⁸ Com el programa Cosme, amb un pressupost previst de 2.500 milions d'euros, dels que 1.400 milions s'instrumentaran a través d'un mecanisme de capital per al creixement i de garanties de préstec, aprenent de l'experiència adquirida amb l'actual PIC.

En el cas de l'Estat espanyol, el model aplicat fins ara per l'Institut de Crèdit Oficial (ICO) amb les línies de mediació per facilitar el procés d'internacionalització i l'activitat exportadora de les empreses espanyoles és eficaç quan hi ha prou liquiditat al mercat per generar un marge atractiu per a les entitats financeres, que actualment no és el cas. Però, en general, aquests crèdits públics no assoleixen els objectius que es marquen i moltes línies disponibles no s'esgoten perquè l'entitat pública no assumeix el risc de l'operació. Tant l'ICO com l'Institut Català de Finances (ICF) no tenen el capital, ni l'estructura ni la capacitat per gestionar nivells superiors de risc i, per tant, el paper que poden jugar per compensar la disminució del crèdit bancari és limitat. Caldria, per tant, modificar el marc normatiu que regula aquestes agències per tal que puguin realitzar operacions dirigides a facilitar l'accés de les empreses al capital circulant necessari per finançar la seva operativa ordinària¹⁹.

També hi ha marge per actuar limitant els efectes negatius de la morositat pública en el sector empresarial. Per exemple: (i) compensant el pagament de tributs amb els deutes pendents i reconeguts de les administracions públiques, mitjançant un compte corrent tributari, (ii) aplaçant el pagament de tributs amb la garantia dels deutes reconeguts per les administracions i (iii) aplicant el criteri de caixa en al liquidació de l'IVA o, alternativament, agilitar el pagament de l'IVA meritat quan l'empresa no ha cobrat la venda per la morositat del client.

Totes aquestes mesures ajudarien, però davant la magnitud del problema cal buscar solucions més àmplies. A la última reunió de l'Ecofin el ministre d'Economia espanyol, Luis de Guindos, va demanar reduir el descompte que s'aplica als crèdits concedits a les PIMES que els bancs aporten com a col·lateral per obtenir finançament del BCE. En principi, aquesta mesura reduiria el cost que afronten els bancs per obtenir liquiditat i, presumiblement, estimularia la concessió de crèdit a les PIMES²⁰. Un precedent en

¹⁹ Consell Assessor per a la Reactivació Econòmica i el Creixement (CAREC): "Palanques al crèdit empresarial per reactivar l'economia" (Febrer 2012) i "Noves vies de finançament al sector privat" (Juny 2011).

²⁰ Tècnicament, el que es facilitaria és que els bancs puguin titulitzar i agrupar aquests crèdits en paquets que permetin reduir el cost d'anàlisi d'aquest col·lateral per part del BCE.

aquest sentit és el programa *Funding for Lending Scheme* (FLS) que s'ha posat en marxa al Regne Unit, mitjançant el qual el Banc d'Anglaterra presta als bancs deute públic a canvi de col·lateral de menor qualitat creditícia durant quatre anys, a un preu inferior al de mercat, vinculant el volum i el cost de les operacions a l'evolució del flux de crèdit a famílies i empreses proveït per cada entitat. No obstant, els resultats pel que fa al creixement del crèdit durant els primers mesos d'aplicació del programa no mostren l'esperada reactivació. És possible que el principal efecte de la mesura hagi estat reduir el cost del finançament per a les empreses més solvents, més que eixamplar l'accés al crèdit²¹.

Una altra fórmula d'intervenció per moderar els excessos procíclics del crèdit bancari seria mitjançant una banca pública que introdueixi un major nivell de competència al mercat en la fase recessiva del cicle, quan com a resultat de les reestructuracions en curs tendeixen a consolidar-se grans grups bancaris i l'incentiu dels bancs per prestar és menor. Es tracta d'una opció arriscada, que requereix establir uns principis d'actuació molt clarament definits i un sistema de governança eficaç, capaç d'alinear la política de concessió de crèdits del banc públic amb els objectius d'interès general que el justifiquen. Sobretot, cal evitar el risc de provocar una expansió ineficient del crèdit privat impulsada amb fons i avals públics, amb més costos que avantatges a mitjà i llarg termini.

En aquesta línia s'inscriu la iniciativa del govern britànic d'impulsar un banc públic amb un capital inicial de 1.000 milions de lliures esterlines amb l'objectiu explícit de facilitar l'accés de les PIMES al crèdit, que seria plenament operatiu el 2014. L'associació de cambres de comerç britàniques recolza la iniciativa i ha demanat que s'ampliï el capital inicial amb 9.000 milions més. En una primera etapa el nou banc públic invertirà uns 300 milions de lliures en empreses britàniques, mitjançant entitats financeres privades

²¹ Una alternativa, actualment en debat al Regne Unit, seria estendre el FLS a altres intermediaris financers (per exemple, companyies financeres que presten contra garanties, però també inversors particulars, encara que impliqués augmentar el risc que assumeix el Banc d'Anglaterra).

existents i de nova creació, bancàries i no bancàries. És a dir, el banc públic no prestarà directament a les empreses, sinó que ho farà reforçant els canals de finançament existents al sector privat, amb la intenció explícita d'augmentar el grau de competència al sector.

6. ALTERNATIVES AL CRÈDIT BANCARI

Tot i reconèixer la dificultat per prescindir del crèdit bancari a curt i mitjà termini, és fonamental potenciar el desenvolupament dels canals no bancaris. Al *Memorandum of Understanding*, en el que es va articular l'ajut europeu a la banca espanyola, es demanava al govern espanyol que presentés, abans de novembre de 2012, "propostes per fomentar la intermediació financera no bancària, incloent els mercats de capital i el capital risc". Responent a aquest punt de l'acord, el ministre d'Economia, Luis de Guindos, va anunciar al desembre del 2012 la creació d'un mercat de bons i pagarés per a PIMES: el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), orientat als inversors institucionals (fons d'inversió, fons de pensions i companyies d'assegurances), amb l'objectiu de que pugui ser operatiu abans de l'estiu i que durant el primer any de vida pugui mobilitzar uns 1.000 milions d'euros. Per donar seguretat al mercat, Economia podria establir un sistema de ràting a càrrec d'institucions de reconegut prestigi.

El principal referent en aquest terreny és el mercat alemany de bons i pagarés, en el que es negocien emissions per més de 3.000 milions d'euros. Experts del sector apunten a que podria haver un mercat d'unes 800 companyies espanyoles amb potencial per participar al MARF, amb els criteris establerts a Alemanya: un rating superior a B, un volum de facturació proper als 150 milions d'euros i un volum mitjà d'actius de 135 milions. El projecte d'Economia considera emissions a un termini no superior als dos anys i volums entre 60 i 70 milions d'euros. Però no està clar que amb aquests volums s'aconsegueixi un nivell suficient de liquiditat de les emissions, que és el que l'inversor institucional espera. A més de permetre que les IIC o les companyies

d'assegurances inverteixin en títols negociats en aquest mercat, com ja es permet al MAB (Mercat Alternatiu Borsari), altres mesures que ajudarien a que el projecte es fes realitat amb èxit seria permetre que les societats limitades puguin emetre obligacions (fins ara restringit a les anònimes) i reduir els costos d'emissió d'aquestes obligacions simplificant requisits, com la necessitat de comptar amb un ràting, a més d'estimular el funcionament amb una fiscalitat atractiva.

A mitjà termini, la titulització de crèdits per part dels bancs que els generen pot ser una altra forma particularment efectiva per avançar cap a un sistema financer més recolzat en els mercats de capitals i no tant en la intermediació bancària. Com ja passa als EUA, els bancs europeus podrien fer paquets de préstecs recolzats per actius que després es poden vendre als mercats —tot evitant caure en els excessos que van portar a la crisi de les *subprime* a l'altra costat de l'Atlàntic. A més, la titulització permetria a les entitats financeres obtenir liquiditat per finançar nous préstecs a PIMES.

Avançar en aquesta direcció exigiria, en primer lloc, aprofundir en l'estandardització de la informació dels préstecs, amb el recolzament de les agències de qualificació. Mentre que per minimitzar la percepció de risc per part de l'inversor minorista seran importants els requisits de transparència establerts per la CNMV i els informes de tercers independents que avaluin el preu de l'emissió. Un altra factor positiu per reforçar la confiança de l'inversor és que l'originador de les titulitzacions mantingui l'administració dels mateixos. També es podria concertar la utilització d'aval, públics i procedents de les Societats de Garantia Recíproca (SGR)²².

Un altra camí per desenvolupar els canals de finançament no bancari seria facilitar la creació de fons d'inversió especialitzats en invertir en deute de PIMES, introduint canvis en el marc normatiu acompanyats de beneficis fiscals similars als que s'apliquen a les societats de capital risc. A altres països europeus els fons d'inversió especialitzats

²² Arturo Rojas y Javier López Somoza: "Alternativas de financiación para las pymes", Cuadernos de Información Económica 232 (Enero/Febrero 2013).

en canalitzar l'estalvi dels particulars mitjançant instruments d'inversió en renda fixa (préstecs a empreses) tenen un paper important en el finançament empresarial. Els cost dels préstecs és superior al del crèdit bancari, però inferior a la rendibilitat esperada dels actius empresarials. Actualment, la normativa espanyola que regula les Institucions d'Inversió Colectiva (IIC) exclou la possibilitat d'inversions superiors al 10 % en valors no cotitzats, com els instruments de deute no negociats en mercats, mentre que les societats de capital risc han d'invertir per llei el 60 % del seu actiu en instruments de capital o quasi-capital. Una possibilitat seria assimilar els fons de deute als fons de capital risc, modificant el règim d'inversions de la Llei 25/2005 reguladora d'aquestes entitats, donant cabuda als préstecs ordinaris juntament amb la inversió en capital i els préstecs participatius. Un informe del CAREC de juny de 2011 sobre noves vies de finançament empresarial²³ proposa adaptar la normativa vigent per tal d'homologar-la amb la resta d'Europa, permetent a les Entitats de Capital Risc (ECR) que inverteixin sense restriccions en qualsevol sector d'activitat i que puguin invertir fins el 100 % del seu patrimoni en préstecs, participatius o no, tot mantenint els mateixos avantatges que s'apliquen a la resta d'actius en termes de neutralitat fiscal. La participació d'inversors públics en la fase inicial, com és el cas dels *Business Finance Partnerships* al Regne Unit, contribuiria a reforçar la confiança en el nou instrument.

Pel que fa a la inversió amb fons propis hi ha actualment a Europa alguns mercats organitzats d'inversió en accions d'empreses de petita i mitjana dimensió, amb un enfocament regional o nacional, i que han tingut un èxit relatiu. El nombre d'empreses cotitzades en aquests mercats és limitat i la tendència pel que fa a la incorporació de nous projectes empresarials és més aviat decreixent. Una raó podria ser la desconfiança dels inversors davant del que encara es percep com a inversions d'elevat risc, juntament amb la manca d'avantatges suficients que compensin els costos i la complexitat associats amb la cotització en mercats organitzats. En qualsevol cas, es

²³ Consell Assessor per a la Reactivació Econòmica i el Creixement (CAREC): "Noves vies de finançament al sector privat" (Juny 2011).

tracta de mercats adequats per a empreses o projectes d'una certa dimensió i amb un gran potencial de creixement, que operen en sectors molt dinàmics i innovadors.

A l'Estat espanyol el principal referent és el MAB, operatiu des de l'any 2009, l'evolució del qual ha estat més lenta de l'esperat. El 2009 van sortir a cotitzar dues empreses, el 2010 van ser deu, i el 2011 i 2012 cinc cada any. Actualment hi ha 22 empreses cotitzant que han captat un total de 90 milions d'euros en la sortida al mercat i 40 milions en operacions d'ampliació de capital. En comparació, a l'Alternative Investment Market de Londres cotitzen 1.096 societats i a Alternext (seu a Paris) 180. El principal obstacle per a l'expansió d'aquest mercat seria la feble propensió al risc per part dels inversors institucionals, que ha suposat un encariment significatiu del cost de sortida i ha frenat les operacions.

Les societats de capital risc (*venture capital*) i capital privat (*private equity*) inverteixen a Europa entre 40.000 i 50.000 milions d'euros anuals, un volum que sembla haver-se estabilitzat després de la davallada del període 2008-2009. La major part d'aquests fons s'inverteixen en adquisicions d'empreses existents, mentre que la part destinada a *start-ups* (*venture capital*) roman relativament limitada (al voltant de 4.000 milions). Es tracta d'una fórmula de finançament també molt enfocada a sectors innovadors (biotecnologia, TIC i electrònica de consum, principalment) que justifica el fet que al voltant d'un terç de la inversió d'aquestes societats a Europa procedeixi de fons públics.

En conclusió: hi ha recorregut per avançar cap a una major diversificació de les fonts de finançament empresarial a Europa, i cal aprofitar-lo, però no seria realista esperar una àmplia substitució del crèdit bancari per fórmules alternatives de finançament extern a curt i mitjà termini. Cal valorar positivament, en aquest sentit, iniciatives com les línies de finançament de l'ICF orientades a coinvertir amb xarxes d'inversors particulars o *business angels* mitjançant préstecs participatius. Però el pressupost destinat a aquest objectiu (10 milions d'euros pel període 2012–2015) és més simbòlic que efectiu. De la mateixa manera, és positiva la possibilitat que tenen els inversors



particulars per deduir de la quota íntegra autonòmica de l'IRPF el 30 % de la inversió amb un màxim de 6.000 euros, però com a incentiu és encara insuficient. Tampoc és realista exigir a les administracions públiques que assumeixin compromisos de despesa gaire superiors en l'actual context econòmic. El que cal, sobretot, és un canvi qualitatiu del marc institucional que indueixi les empreses a capitalitzar-se i assumir riscos invertint amb fons propis i als inversors a compartir aquests riscos mitjançant uns mercats de capitals ben organitzats i una xarxa d'intermediaris especialitzats en facilitar l'accés a aquests mercats.

7. CONCLUSIÓ

La recuperació econòmica no vindrà per la via d'una reactivació del crèdit bancari, però és fonamental reestructurar a fons el sector financer i normalitzar els fluxos de crèdit per evitar que l'actual contracció temporal esdevingui una disfunció crònica del sistema. Al llarg del text s'han exposat diferents vies per aconseguir la normalització del crèdit i també per facilitar el desenvolupament de nous instruments de finançament empresarial, tot i reconèixer les dificultats per substituir el crèdit bancari com a principal canal de finançament empresarial a curt i mitjà termini.

Durant els últims anys l'endeutament ha estat un dels principals motors del creixement a un conjunt de països ara situats a l'epicentre de la crisi, al temps que s'afeblia la propensió a invertir i la capacitat per assumir riscos amb els recursos propis generats. Sortir de la crisi exigirà reduir l'endeutament acumulat i recapitalitzar les empreses. És a dir, implica un canvi de paradigma pel que fa al finançament empresarial, que reforci els vincles entre l'assumpció de riscos i el resultat de les inversions a llarg termini.

Per induir aquest canvi qualitatiu en les pràctiques i en els canals de finançament empresarial cal repensar a fons els marcs regulatori, fiscal i de governança que condicionen la inversió en sentit ampli, amb l'objectiu d'alliberar obstacles que limiten



la propensió a invertir amb risc per part dels segments més emprenedors de la societat. També cal facilitar la transformació en profunditat del sistema financer, facilitant el desenvolupament d'una indústria intermediària especialitzada en facilitar a les empreses l'accés al mercat de capitals en sentit ampli: borsa, emissió de bons i capital risc, entre d'altres instruments. Catalunya, que no és ni ha estat mai una plaça financera de primer ordre, pot aprofitar aquesta oportunitat de canvi per liderar un nou model institucional i de país amb capacitat per atraure al millor talent internacional especialitzat en noves fórmules de finançament orientades al teixit empresarial més emprenedor.