

CRISIS DE CONFIANZA EN LOS MERCADOS DE DEUDA

CRISIS OF CONFIDENCE IN DEBT MARKETS

José Luis Miralles Marcelo
University of Extremadura, Spain
jlmiralles@unex.es

Julio Daza Izquierdo
University of Extremadura, Spain
juliodaza@unex.es

RESUMEN

El objetivo de este estudio consiste en analizar las causas de la actual pérdida de confianza en el mercado de deuda pública español, sus consecuencias económicas, así como las posibles soluciones al problema. Para ello nos centramos en el concepto de prima de riesgo, los factores que influyen en su cálculo, el papel negativo de las agencias de calificación debido al carácter procíclico de los ratings, así como de la morosidad del sistema financiero. Por último, presentamos soluciones en forma de medidas macroprudenciales para evitar nuevas crisis financieras.

PALABRAS CLAVE

Deuda pública, Crisis de Confianza, Prima de Riesgo, Rating Procíclico, Morosidad.

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze the sources of the current loss of confidence in the Spanish Public Debt Market, its economic consequences and possible solutions for this problem. To that end, we focus our attention on the risk premium risk, factors related to it measure, the negative role of the rating agencies and the default risk of the financial system. Finally, we present some solutions in form of macroeconomic prudential measures that could avoid new financial crisis.

KEYWORDS

Public Debt, Crisis of Confidence, Premium Risk, Procyclical Rating, Default Risk.

1. INTRODUCCIÓN

En primer lugar, cabe situar los orígenes de la crisis de las hipotecas subprime en EEUU, originado por la formación de una burbuja inmobiliaria y la creación de productos financieros estructurados que lo dotase de liquidez. La ingeniería financiera hizo su trabajo e inventó productos financieros atractivos para los inversores, ofreciéndoles altas rentabilidades basados en los intereses del pago de

las hipotecas, y en última instancia en la confianza del incremento del precio de la vivienda. Los productos financieros resultantes superó la capacidad de las agencias de rating para valorar adecuadamente la calidad crediticia de estos productos.

De esta forma se contagió el riesgo crediticio de las hipotecas subprime a los inversores mediante la adquisición de productos financieros, que fueron distribuidos a los mercados con altas calificaciones crediticias que erróneamente aportaron las agencias de calificación. Una vez que en EEUU se produjo el impago de las hipotecas subprime y cayó el precio de la vivienda se produjo el impago de las rentabilidades. Así se produjo la crisis de confianza en los mercados, acusado por el desconocimiento de saber en ese momento quien sería el propietario de activos sin valor, lo que congeló el crédito y la liquidez en los mercados financieros, impidiendo así el acceso a la financiación de España.

La situación económica española actual y la de su sistema financiero no tienen su origen únicamente en la crisis de las hipotecas subprime. Aunque ésta sí que sirvió como detonante del fracaso del modelo productivo español, basado en el uso extensivo de capital y mano de obra, capital que suministraba el sistema financiero en forma de deuda y mucha mano de obra poco cualificada. España basó durante unos años su crecimiento en el endeudamiento del sector inmobiliario, de las familias y del propio sector financiero con el exterior al existir un problema de sincronización del pago en su negocio de financiación inmobiliaria.

Los problemas de falta de liquidez provocaron que se paralizase la actividad productiva, se incrementase el desempleo, lo cual disminuyó la demanda de viviendas, provocando la quiebra de las empresas de promoción inmobiliaria y provocase la caída del precio de la vivienda. De este modo, las tasas de morosidad del sector financiero aumentaron al igual que los efectos comerciales impagados entre las empresas.

El estado español a su vez vio disminuir sus ingresos ante la paralización de la productividad y su nivel de confianza de su capacidad crediticia disminuyó en los mercados, al igual que la confianza en su sistema financiero que debería provisionar sus activos inmobiliarios ante caída del precio de la vivienda, lo cual condicionaba los beneficios obtenidos y dificultaba el crédito a la producción. Además esta situación de desconfianza se vio prolongada debido al carácter procíclico de los ratings, que minan la confianza en épocas de recesión, ralentizan y dificultando los procesos de recuperación.

El presente estudio se estructura en cinco secciones claramente diferenciadas. Con posterioridad a la sección introductoria, en la sección dos describimos la situación del mercado de deuda, haciendo referencia a la prima de riesgo y sus condicionantes. En la sección tres presentamos los problemas del carácter procíclico de las *ratings*. En la sección cuatro identificamos el origen de las tasas de morosidad del sistema financiero español. Por último, en la sección cinco presentamos las conclusiones que derivan del conjunto del trabajo y posibles soluciones a los problemas presentados.

2. MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO ESPAÑOL

En estos últimos años el problema de acceso a la financiación está alcanzando a las empresas y al sistema financiero internacional, y como consecuencia también a los países desarrollados y Estados miembros de la Unión Europea. La crisis de las *subprime* se ha convertido en una crisis de confianza de los mercados financieros internacionales provocando la falta de liquidez en el sistema financiero

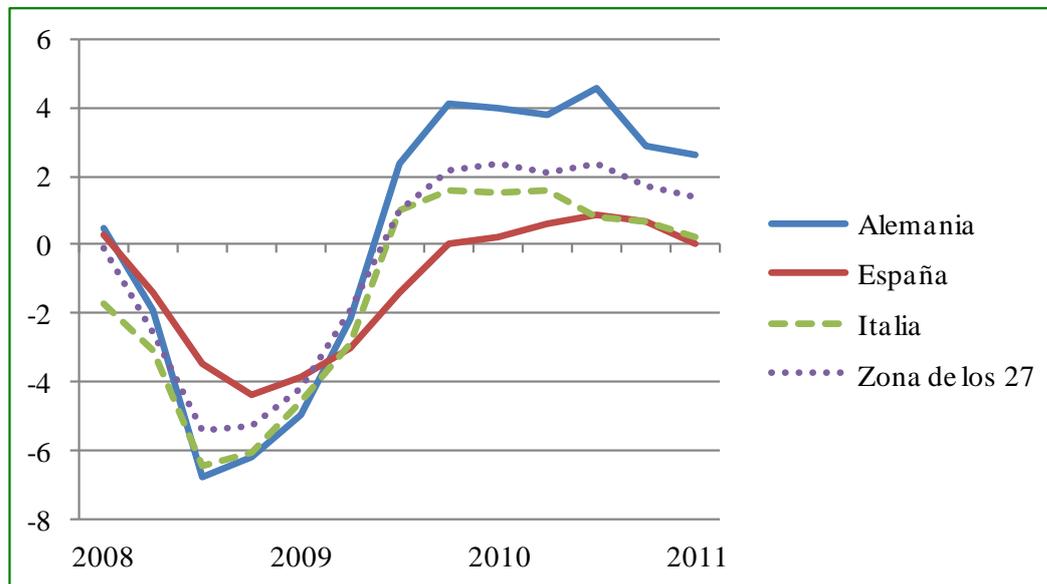
mundial y, como consecuencia, a producir una crisis sobre la deuda soberana ante la mala situación económica en la que se encuentran muchos estados.

La crisis de las hipotecas subprime ha tenido sus consecuencias en las economías nacionales teniendo un periodo de recesión generalizada en las economías de la Zona Euro desde principios de 2008 hasta mediados de 2009, según Gráfico 1. A partir de ese momento las economías europeas han vuelto a experimentar un discreto crecimiento positivo en sus economías alcanzándose máximos a mediados de 2010, sin signos de recuperación en cuanto a datos de creación de empleo.

Es a mediados de 2010 cuando se desencadenó el contagio de las crisis de deuda de unos países a otros dentro de la Unión Europea, cayendo la percepción de su capacidad crediticia ante las malas calificaciones emitidas por las agencias de *rating*. La evolución del PIB durante 2011 representa una caída de las tasas de crecimiento y por tanto se prevé la vuelta a otro periodo de recesión durante 2012.

En España, la caída del PIB es justificada en gran medida por dos aspectos, el primero es la quiebra del sector de la construcción debido a su alto endeudamiento, que hasta el 2008 era el principal motor de la economía española aportando el 60% del PIB nacional. Y el segundo, la caída del precio de la vivienda que ha provocado que el Sistema Financiero español, altamente expuesto a la promoción inmobiliaria, haya tenido problemas de solvencia y la necesidad de una fuerte reestructuración.

Gráfico 1: Producto Interior Bruto (%). Comparación internacional



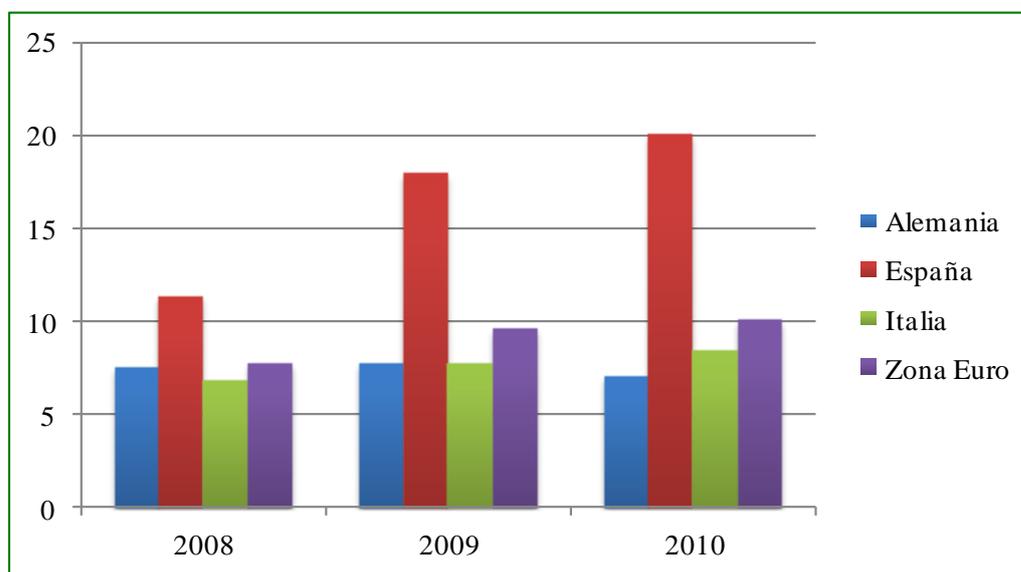
Fuente: Banco de España y elaboración propia

Estas circunstancias han provocado la parada de la actividad productiva y así el incremento de la tasa de paro, que en la economía española es muy acusado (Gráfico 2), la caída de los ingresos del Estado y, por tanto, la creciente necesidad de financiación exterior. El Gobierno español, por tanto, se vio obligado a garantizar los títulos hipotecarios que el Sistema Financiero español vendía en el mercado internacional para poder conseguir financiación. Además, ante la caída de los ingresos se ha visto obligado a emitir Deuda Pública para poder hacer frente a sus obligaciones crediticias.

El mercado de la deuda soberana desempeña una misión importante en el aspecto económico, ya que de este modo se consigue satisfacer la mayoría de las necesidades de capital de los estados. Por otra parte estos activos pasan a formar parte de las carteras de las entidades de crédito, utilizándolas como garantía de operaciones de financiación, además de servir como precios de referencia a emisores de deuda del sector privado.

Dos son los aspectos que explican la situación y evolución del mercado de deuda en los últimos años. Por una parte, el aumento de las necesidades financiación que ha incrementado el nivel de saldo vivo de la deuda española. Y segundo, se ha producido una fuerte caída de los ingresos del Estado al paralizarse la actividad productiva, congelarse la financiación a empresas e incrementarse el desempleo.

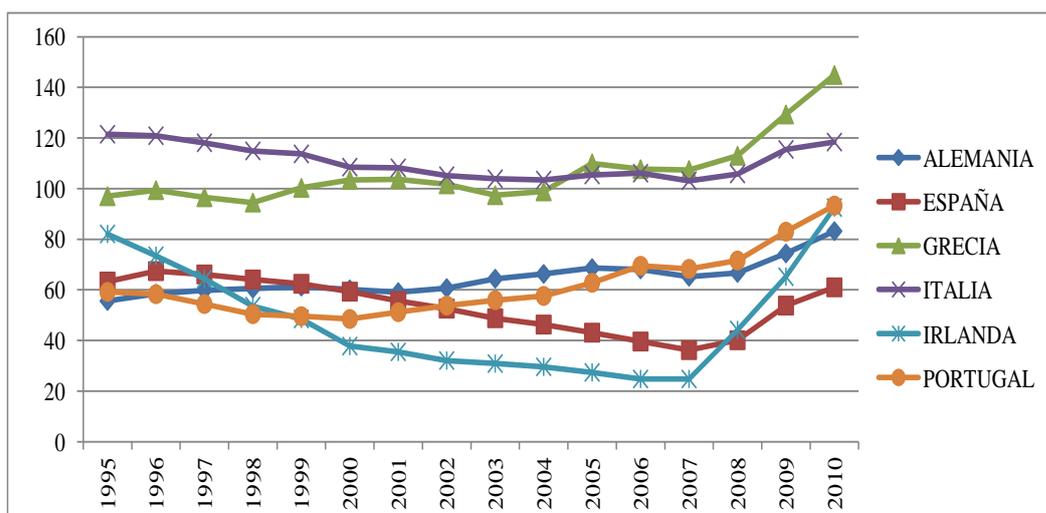
Gráfico 2: Tasa de paro (%). Comparación internacional



Fuente: Banco de España y elaboración propia

En el Gráfico 3 se puede ver la evolución del peso de la deuda sobre el PIB de países como Alemania, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia y España. Se observa una tendencia alcista de forma generalizada para cada uno de los países a partir de 2007, año en que estalló la crisis de las *subprime*. La tendencia hasta este momento había sido a la baja durante los años noventa y había permanecido estable entre el periodo entre 2000-2006.

Gráfico 3: Deuda Pública de Países Europeos respecto al PIB (1995-2010)



Fuente: Banco de España y elaboración propia

Por otra parte, otro factor importante que se ha producido ha sido el repunte en las rentabilidades negociadas junto con las continuas rebajas de los *ratings* a los países periféricos de la Zona Euro, en los que se incluye España (Tabla 1). Grecia, Irlanda y Portugal han perdido su condición A, índice de buena calidad crediticia, para ser rebajada a nivel BBB+ y BB+ en caso de Irlanda y Portugal respectivamente y a CCC o de escasa capacidad crediticia el *rating* de Grecia.

De este modo, el coste de los estados para conseguir financiación se ha incrementado por la falta de confianza de los inversores en ciertos países de la Zona Euro. En este aspecto, se toma como referencia el coste de la deuda alemana por ser una economía fuerte y de referencia en la Zona Euro, ya que goza de buena imagen frente a los inversores en cuanto a su capacidad crediticia lo que implica que el coste de su deuda es generalmente el más bajo.

Tabla 1: Rebajas de *rating* a las economías europeas

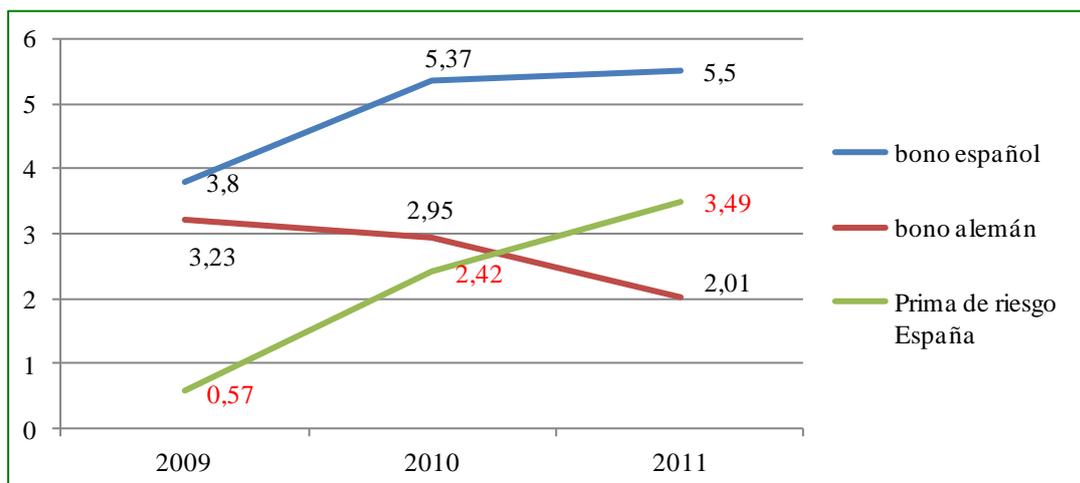
	ESPAÑA	GRECIA	IRLANDA	ITALIA	PORTUGAL
Antes 2008	AAA	A-	AAA	AA	AA
2010	AA+	BBB-	AA-	A+	A-
2011	AA-	CCC	A+	A+	BB+
2012	A	CCC	BBB+	A-	BB+

Fuente: Elaboración propia

2.1. PRIMA DE RIESGO

La diferencia entre el coste de financiación o deuda de los países y el coste de la deuda alemana se denomina Prima de Riesgo. La prima de riesgo es la compensación de rentabilidad que los inversores desean tras asumir un mayor riesgo en sus inversiones. Cuanto mayor sea el riesgo percibido por los inversores al comprar deuda soberana, mayor será la prima de riesgo o la compensación que los inversores exigirán para comprarla.

Gráfico 4: Mercado de deuda. Rentabilidades a 10 años y Prima de Riesgo



Fuente: Banco de España y elaboración propia

La prima de riesgo es la compensación de rentabilidad que los inversores desean tras asumir un mayor riesgo en sus inversiones. Cuanto mayor sea el riesgo percibido por los inversores al comprar deuda soberana, mayor será la prima de riesgo o la compensación que los inversores exigirán para comprarla.

En el Gráfico 4 se representa la comparación durante el periodo 2009-2011 entre las rentabilidades a 10 años del bono alemán y español y su diferencia de rentabilidades, a los que denominamos prima de riesgo.

2.2. CONDICIONANTES DE LA PRIMA DE RIESGO

Entre los factores que condicionan la prima de riesgo cabe destacar de forma directa el comportamiento del bono alemán como punto de referencia y como factor de cálculo, además de la influencia de las valoraciones de las agencias de rating, que veremos en el apartado siguiente. Pero los condicionantes de mercado que afectan al coste de la deuda son principalmente los siguientes:

- Oferta y demanda. En la situación de coyuntura económica actual las necesidades de financiación han provocado que la oferta de deuda española se haya incrementado, por eso que sea más complicado conseguir toda la financiación que se necesita y por tanto las rentabilidades sean superiores, resultando así productos más atractivos para los inversores.

- Plazo de vencimiento. Las emisiones de deuda se denominan Letras del Tesoro si son inferiores a un año, Bonos si el plazo de vencimiento es de 3 a 5 años y Obligaciones si es a largo plazo, siendo el más común el vencimiento a 10 años.

3. CARÁCTER PROCÍCLICO DE LOS RATINGS

3.1. IMPORTANCIA DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

El negocio de las agencias de calificación está basado en la confianza que en estas empresas depositan los inversores. Por ello el mercado de las agencias de *rating* está formado por un oligopolio de tres grandes empresas con bastante antigüedad en el sector. Principalmente las dos

americanas y centenarias Standard & Poor's y Moody's que copan el 80% del sector y la francesa Fitch la mayor entre las pequeñas con el 16% de la cuota de mercado.

Estas empresas se han ido ganado la confianza de los mercados financieros a través de los años por presencia y su buen hacer, ya que los productos financieros existentes eran sencillos y comprendidos por todos. Su misión se limitaba a suministrar información a través de opiniones acerca de la calidad crediticia de los diferentes productos financieros, actuando como intermediarios, acercando posturas entre inversores y emisores de deuda, siendo posible comparar unos productos con otros, facilitando la mejor asignación de los recursos.

Debido a su antigüedad se ha generalizado el uso de los *ratings* en los mercados financieros por inversores, emisores de deuda y reguladores. Una de las principales causas que ha motivado su expansión es por la imposibilidad de obtener o realizar de forma individual el estudio de calidad crediticia de cada producto financiero, ya que se perdería la rentabilidad y el momento realizar la inversión, como consecuencia de los altos costes del estudio y por el excesivo tiempo empleado.

Por esta razón son las entidades emisoras de deuda las que contratan los servicios de asesoramiento de estas agencias, publicando así la calidad crediticia de esos productos financieros mediante la emisión de los *ratings*. Con la publicación de estos *ratings* se pretende que se corrijan la falta de información y la información imperfecta de los mercados, aportando mayor eficiencia y mejor funcionamiento a los mercados de capitales.

La mayor parte de las grandes empresas cuentan con *rating*, y en ocasiones los Estados y los inversores institucionales solo pueden invertir en productos financieros con un determinado nivel mínimo de *rating*. No solo se han utilizado como referencia de inversión para instituciones públicas sino que también ha servido como punto de referencia o índice de valoración en los primeros acuerdos de Basilea para el cálculo del capital mínimo.

3.3. PROCICLICIDAD DE LOS RATINGS

Los cambios en los *ratings* representan una mejora o una degradación en la calidad crediticia. Es comprensible que se produzcan cambios en los *rating*, debido a que estas evaluaciones de la calidad crediticia van perdiendo su valor a medida que pasa el tiempo desde que se realizó el análisis. Por eso se realizan revisiones periódicas, teniendo en cuenta la evolución del mercado.

El problema no se presenta por la modificación de los *rating* sino por la influencia del estado de la actividad económica, ya que presentan un carácter procíclico. Por tanto en épocas de expansión los cambios generalmente son por aumento y en recesión hay más probabilidad de caída de los *ratings*.

Existen diferentes opiniones del comportamiento procíclico de los *ratings*. Existen ciertas corrientes que opinan que se debe a los modelos utilizados para su cálculo, otras que se debe a las características del negocio de las agencias de calificación, otras al conflicto de intereses en el que incurren y otras que explican que es algo intrínseco a los *ratings*, algo que ocurre de forma natural por las condiciones económicas del momento.

Las explicaciones del comportamiento procíclico de los *ratings* atendiendo a las condiciones actuales de la economía en el momento de la emisión del *rating* y del sistema de cálculo son las siguientes:

- Según Altman y Kao (1991) defienden el cambio en los *ratings* como algo natural, comprendiendo las subidas y bajadas de *rating* como consecuencia de los cambios de la economía. Parece lógico pensar que en economías en crecimiento se obtendrán mejores resultados y las agencias esperan que la situación económica siga mejorando, ocurriendo lo contrario en economías en recesión, donde las expectativas de la calidad crediticia disminuye.

- Según Nieto (2005) establece una serie de aspectos referentes a los modelos de cálculo de los *rating* que ha ce que sea erróneos, donde destacan:

- El uso de horizontes temporales demasiados cortos para otorgar las *ratings*.
- Extrapolan las condiciones actuales al futuro.
- Falta de estudio entre las correlaciones existentes entre participantes en el mercado.

Esta serie de características de los modelos para el cálculo de los *ratings* provoca que el riesgo se sobreestime en las recesiones y se sobreestime en las épocas expansivas, de forma que presenta una correlación negativa con el ciclo económico.

- Otra teoría existente es que las agencias de calificación no son capaces de predecir los cambios de en la probabilidad de que ocurra una crisis, de esta manera las bajadas de calificación se producen cuando se produce la crisis y no antes.

Otra de las explicaciones que se presentan sobre el comportamiento procíclico de los *rating* radica en el modelo de negocio de las agencias de *rating*, justificado por el conflicto de interés que se produce tras pagar el emisor de la deuda a la agencia emisora de *rating*. Estos son los diferentes motivos:

- Las agencias de calificación, en su lucha por mantener su reputación, no realizan cambios en sus valoraciones hasta estar seguros de no equivocarse. Prefieren retrasarse en sus valoraciones y acertar, para así conseguir mantener la confianza de los mercados financieros.

- Los mercados también valoran la estabilidad de los *rating*, por eso las agencias de calificación no se apresuran a sacar *rating* que tengan que modificar en un corto periodo de tiempo, y sobre todo si es para rebajar el nivel de calidad crediticia.

- Otro factor que implica el retraso de los *rating* respecto a la economía real es el tiempo necesario para procesar la información y posteriormente emitir un *rating* adecuado. En los últimos años la masiva aparición de productos financieros, producto de la innovación financiera ha colapsado este proceso produciéndose la mala calificación crediticia de los productos.

- Las agencias de calificación realizan bajadas de *rating* con gran severidad en épocas de recesión, con el objetivo de mantener o recuperar la reputación perdida. Esto afecta a la calidad crediticia real de los emisores de deuda, debido a la confianza de los mercados en los *ratings*, si estos son inferiores a los que corresponderían realmente, la calidad crediticia de los emisores de deuda tiende a decrecer hasta sincronizarse con las valoraciones realizadas por las agencias de *rating*.

3.3. MEDIDAS PARA RESOLVER LOS PROBLEMAS DE RATING

En este artículo se han identificado una serie de problemas en los *ratings*, bien sea por su propia naturaleza, el modelo de cálculo utilizado, o bien como consecuencia del conflicto de intereses y el modelo de negocio en el que incurren las agencias de calificación.

De este modo, sabemos que el comportamiento procíclico de los *rating* afecta negativamente a la calidad crediticia real de los emisores de deuda, ya que indirectamente puede incrementar el coste de financiación de los países. Por lo tanto, es necesario tomar ciertas medidas para resolver esta situación y mejorar el ajuste entre la calidad crediticia real y la reflejada por *ratings*.

En los años posteriores a la crisis se ha incrementado el número de opositores a las agencias de *rating* pretendiendo su eliminación. La solución no es tan sencilla, ya que este tipo de empresas cumplen una misión importante en los mercados financieros dotándolos de dinamicidad aunque también incurren en graves problemas. Por esta razón es conveniente tomar ciertas medidas, que resumimos en las siguientes:

1. Las agencias de *rating* no aportan información suficiente para que los mercados sean eficientes, por lo que es necesario dar a conocer las imperfecciones que tienen las agencias de calificación y ponerlo en conocimientos de los mercados.
2. Deben establecerse regulaciones que elimine el conflicto de intereses en el que incurren las agencias de calificación. Se debe prohibir que las agencias de calificación tengan como clientes a las empresas que prestan servicios de asesoría y diseño de productos financieros, y que posteriormente valoran.
3. Se han de tomar medidas al sistema del cobro de las agencias de calificación. Según Deprés (2011) se debería cobrar una comisión por el trabajo realizado, o bien crearse un intermediario que pague a las agencias empleando dinero de los emisores, para evitar el pago directo.
4. Otra medida es confiar en la capacidad de la industria para regularse y controlarse a sí misma, considerando como medida necesaria hacer públicos los modelos que se utilizan para evaluar los productos financieros. De esta manera son objeto de debate y, por tanto, de un mayor control y conocimiento.
5. Se deben eliminar los *rating* como factor de referencia en los organismos oficiales, y como medida en muchas de sus normativas, desde los Acuerdos de Basilea, a reguladores como la SEC (Comisión del Mercado de Valores estadounidense).

Esta última medida a pesar de colocarla en último lugar, puede ser la más importante, ya que de esta forma se devuelve la importancia relativa que debe tener un *rating*, que no deja de ser las emisiones de opiniones de calidad crediticia por parte de empresas privadas, con los intereses enfrentados que ello conlleva en contra de la perfección de los mercados financieros.

4. MOROSIDAD EN ESPAÑA

El empeoramiento de la crisis en España ha provocado máximos históricos en las tasas de paro y en la deuda soberana, dificultando la situación de las familias y aumentando el coste de financiación del Estado. Esta situación, junto con el exceso de déficit acumulado en años anteriores, ha provocado

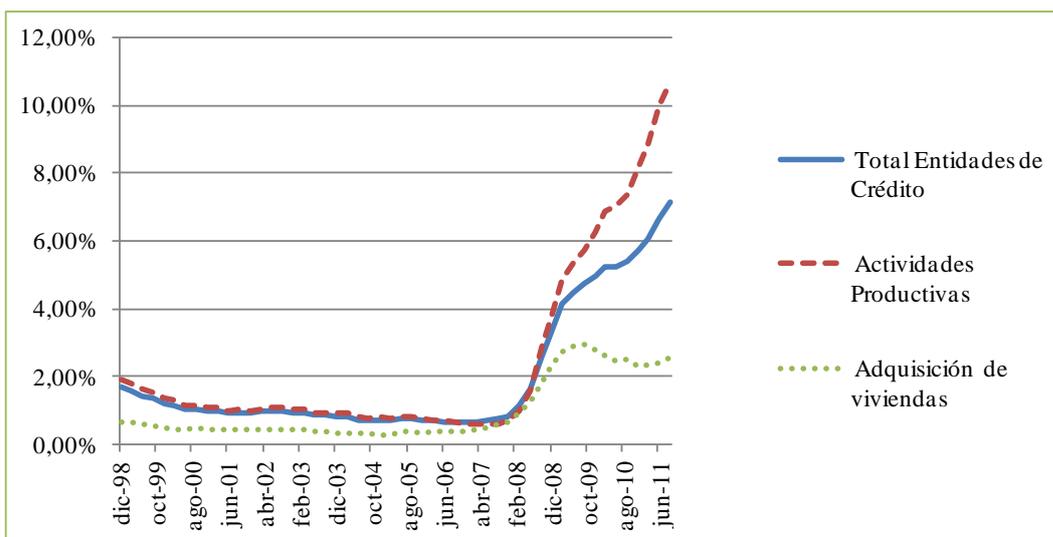
que la tasa de morosidad haya aumentado, según los últimos datos ofrecidos por el Banco de España.

4.1. MOROSIDAD SEGÚN FINALIDAD

Las entidades de depósito han concedido créditos hipotecarios a las familias a finales del año 2011 por un total de 1.722.588 millones de euros. Esta cantidad ha sido destinada por las familias para diferentes finalidades, como son Actividades productivas, la adquisición de viviendas, compra de bienes de consumo duradero.

Según Gráfico 5, una de las tasa de morosidad más bajas se encuentra en las familias cuando se trata de la compra de viviendas situándose en un 2,61% en 2011, y habiendo crecido solo dos puntos porcentuales desde el comienzo del periodo revisado. Esta tasa ha experimentado su mayor incremento de 2007 a 2008, y alcanzó su máximo a mediados 2009 con una tasa de 2,90%, y a finales de este mismo año bajo a 2,61% con un volumen de mora 16.087 millones de euros.

Gráfico 5: Evolución de la Tasa de Morosidad por finalidades



Fuente: Banco de España y elaboración propia

De estos datos se puede concluir que las familias dan prioridad, y por lo tanto son más responsables en el pago de sus obligaciones crediticias, cuando estos créditos se destinan a financiar la adquisición de viviendas. Por lo tanto en épocas de dificultades económicas, las familias tienen más dificultades para devolver los créditos destinados a financiar actividades productivas, consumo de bienes de carácter duradero y otros conceptos.

4.2. MOROSIDAD POR ACTIVIDAD EMPRESARIAL

Los créditos concedidos por las entidades financieras hacia el sector productivo se cifran en 902.796 millones de euros a finales de 2011. En 2003 la cifra era de 411.986 millones de euros, alcanzando su valor más elevado en 2008 con 1.016.948 millones de euros.

Según la Tabla 2 el total se créditos se distribuye entre los diferentes sectores de la siguiente manera tomando como datos, los referentes al finales de 2011, así:

- El sector primario es el objeto de créditos destinados para la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, que se cifran en 21.580 millones de euros y representan solamente el 2,39% del total de créditos concedidos y una tasa de morosidad del 6,42%.

- El sector secundario o industrial, sin tener en cuenta el sector de la construcción, alcanza en 2011 un volumen de 134.760 millones de euros, siendo el 5,54% de dudoso cobro.

- La construcción han sido el principal motor de la economía de España antes de la crisis. En este apartado no se incluye las actividades inmobiliarias. Solo la construcción ha copado el 10,54% del total de créditos concedidos por las entidades financieras de depósito, alcanzando un volumen de 95.183 millones de euros en 2011.

- El sector servicios ha recibido 651.273 millones de euros en forma de créditos, ha sido el centro de la mayoría de los créditos adjudicados, exactamente del 72,14% del total. Por esta razón más adelante se detallará los subsectores de servicios y sus datos.

Tabla 2: Detalle por actividades productivas y tasa de morosidad

Año 2011	Agricultura, Ganadería, etc.	Industria (sin Construcción)	Construcción	Servicios
Créditos Concedidos % total	2,39%	14,93 %	10,54%	72,14%
Créditos Dudosos % total	1,32%	7,11%	16,40%	75,17%
Tasa de morosidad	6,42%	5,54%	18,10%	12,12%

Fuente: Boletines Estadísticos y elaboración propia

4.3. DETALLE DE LA MOROSIDAD DEL SECTOR SERVICIOS

Debido al elevado peso del sector servicios en la morosidad de las actividades productivas, se hace necesario conocer que actividades dentro de este sector consumen créditos y en qué proporción, y que parte de ellos no se pueden pagar, para ello desglosamos el sector servicios en la tabla 3 y gráfico 6.

Tabla 3: Detalle del Sector servicios y Tasa de Morosidad

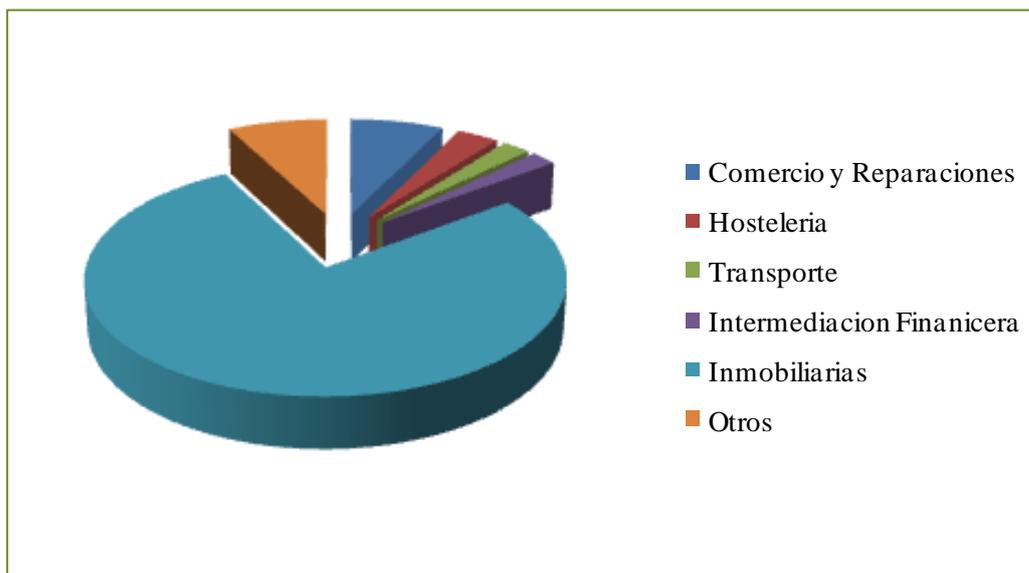
Año 2011	Comercio y Reparación	Hostelería	Transporte	Intermediación Financiera	Actividad Inmobiliaria	Otros
% Créditos Concedidos	11,62%	5,34%	6,21%	13,59%	45,10%	18,14%
% Créditos Dudosos	6,78%	3,465%	2,13%	1,97%	78,15%	7,52%
Tasa de Morosidad	7,07%	7,85 %	4,15%	1,76%	21,00%	5,03%

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

De esta forma encontramos evidencia clara que el principal agente generador de morosidad radica en las actividades inmobiliarias y el que presenta una menor tasa de morosidad son las actividades de intermediación financiera.

Las repercusiones de este elevado montante de créditos dudosos siembra la desconfianza, no solo en el sector financiero por el miedo a no recuperar los créditos concedidos, en el conjunto de empresas de su entorno.

Gráfico 9: Detalle Créditos Dudosos Sector Servicios.



Fuente: Elaboración propia

4.3. MOROSIDAD EN LAS RELACIONES COMERCIALES

La crisis en España ha afectado a las relaciones comerciales no solo por la falta de liquidez y confianza en los mercados, sino por el efecto contagio que se produjo al quebrar las grandes empresas relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias. Esto ha provocado una falta de confianza en las relaciones comerciales (gráfico 7) y los profesionales al igual que los inversores desconfían del resto de empresas a los que prestan servicios por el miedo a no cobrar por su trabajo.

En las relaciones comerciales los pagos entre empresas se pueden realizar al contado o mediante documentos de crédito, es decir, mediante la aceptación de efectos comerciales generalmente aceptados, como son las letras de cambio. La gestión de cobro de estos efectos son llevados a cabo por las entidades financieras debido muchas veces a la distancia entre empresas y otros inconvenientes, cobrando un porcentaje sobre el importe a cobrar.

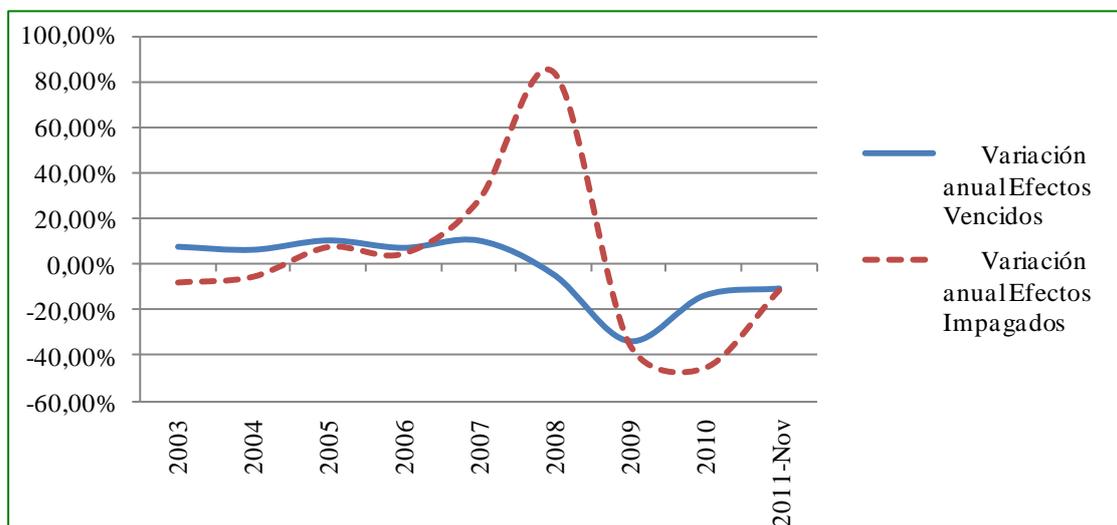
Gráfico 7: Evolución de la Tasa de Efectos Comerciales Impagados



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia

Para comprender mejor la tasa de efectos impagados respecto al total de efectos vencidos, hemos representado las curvas de variación anual de cada uno de los efectos. De esta forma vemos en la serie temporal de efectos vencidos (Gráfico 8) que crecía entorno al 10% anual desde 2003 hasta mediados de 2007 debido a la bonanza económica donde los créditos aumentaban año tras año.

Gráfico 8: Relación de Efectos Vencidos e Impagados



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia

4.5. LEY ANTI- MOROSIDAD

Durante estos últimos y debido a la coyuntura económica actual las empresas más afectadas por las altas tasas de morosidad son las pequeñas y medianas empresas, ya que dependen en gran medida del crédito a corto plazo y tienen limitaciones de tesorería que provoca que les resulte complicada su actividad en el contexto actual.

Para solucionar las dificultades de las pequeñas y medianas empresas ya se aprobó la Ley 3/2004 de 29 de diciembre, con el objetivo incorporar al derecho interno la Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 de junio de 2000, por las que se establecieron medidas contra la morosidad en las operaciones comerciales.

El objetivo de la misma es fomentar una mayor transparencia en la determinación de los plazos de pago en las operaciones comerciales, y velar por su cumplimiento. Uno de las principales mediadas era impedir plazos de pagos excesivos que resulten abusivos de forma que proporcionen al deudor una financiación en detrimento del acreedor. Esta ley regula los plazos de pago entre empresas y entre estas y el sector público.

Mediante la aprobación de la Ley 15/2010, de 5 de julio, que modifica la anterior Ley 3/2004, que pretende corregir desequilibrios, fomentar la competitividad y crear un modelo estable de crecimiento que permita generar empleo de forma estable. En línea de ese objeto se acuerda en líneas generales:

- Suprimir la posibilidad de pacto entre las partes, que no era más que otro acuerdo donde las pymes salían perjudicadas a favor de las grandes empresas o empresas con poder de negociación en ese ámbito.

- Se reducirán los plazos de pago del sector público a no más de 30 días, siguiendo un periodo transitorio para su entrada en vigor a partir del 1 de enero de 2013. De otra forma se propone un procedimiento ágil para hacer efectivas las facturas del sector público, estableciendo un nuevo registro de facturas en las Administraciones locales.

- Se establece un pago máximo de 60 días para realizarse el pago entre empresas, para el pago a proveedores, con imposibilidad de acuerdos entre las partes. Al igual que con el sector público entrará en vigor el 1 de enero de 2013.

Por otra parte, se impulsa el derecho a percibir indemnizaciones, se amplía la posibilidad de que las asociaciones, por ejemplo Cámaras de Comercio, puedan denunciar prácticas abusivas en nombre sus asociados y se promueva la puesta en marcha de códigos de buenas prácticas en materia de pagos.

5. CONCLUSIONES

Una de las principales soluciones que se han aportado al estudio de la crisis financiera ha sido la necesidad de mejorar la regulación y supervisión macroprudencial tradicional. En un primer lugar y como medidas más urgentes y concretas se aplicaron medidas microprudenciales encargadas de asegurar la solvencia del sistema financiero atendiendo a los componentes que lo forman, de manera individual.

Para ello se han creado nuevas autoridades encargadas de la supervisión macroprudencial, a partir de organismos multilaterales como el G20 y el Consejo de Estabilidad Financiera. En los Estados Unidos se creó el Financial Stability Oversight Council y en Europa la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB). Esta última ha sido creada como pieza fundamental para diseñar el proyecto del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF).

La JERS entró en vigor en 16 de diciembre de 2010 y empezó a funcionar en enero de 2011. El objetivo final de la JERS es que no se vuelva a producir un nuevo episodio de crisis financiera

generalizada y asegurar el funcionamiento del sistema financiero para poder contribuir de manera positiva al crecimiento económico.

Los principales objetivos de la JERS a corto plazo son los riesgos derivados de las interacciones entre el riesgo sobreaño, los problemas de financiación en el sistema bancario y el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Esta preocupación surge por las incertidumbres en las causas que explican las diferencias en las deudas soberanas, los aumentos de la volatilidad en los mercados y la menor disponibilidad de dólares para las entidades europeas.

A largo plazo las principales preocupaciones de la JERS preocupan la proliferación de los préstamos en moneda extranjera, sobre todo entre Europa Central y del Este. Fuertes fluctuaciones entre la moneda original y las del prestamos puede originar fuertes riesgos para la estabilidad financiera del conjunto de la Unión, ante imposibilidades de pago por los contrayentes. Por esta razón en octubre de 2011 se publicó el primer conjunto de recomendaciones para prevenir y mitigar los riesgos asociados a los préstamos en moneda extranjera.

Durante finales de 2011 y primeros de 2012, la JERS está analizando diferentes aspectos del sistema financiero y sus implicaciones. Como por ejemplo la creciente financiación de los mercados de materias primas, el grado de interconexión de los mercados financieros, el comportamiento y la emergencia de nuevos y posibles componentes sistémicos, el desarrollo de nuevos productos, o de prácticas de mercado que podrían llegar a suponer nuevas amenazas para la estabilidad financiera.

En este artículo se han presentado la situación actual de la del Estado español, sus datos macroeconómicos y su comparación con la Zona Euro desde el punto de vista de los mercados de deuda pública, resaltando que la definición y condicionantes de la prima de riesgo. Como condicionantes de la prima de riesgo de un país cabe resaltar la influencia de los ratings emitidos por las agencias de calificación y los problemas de su carácter procíclico. Las medidas para resolver tal problema pasan por eliminar el conflicto de intereses de las agencias de rating mediante la intermediación del pago por una entidad que además controle los sistemas de valoración de los productos financieros.

Las tasas de morosidad del sistema financiero vienen explicados por la morosidad del sector de la construcción y del sector servicios, principalmente el relacionado con las actividades inmobiliarias. Cabe destacar que existe la tasa de de morosidad de las actividades financieras es muy baja, al igual que el de los créditos hipotecarios, lo que implica que las familias, a pesar del alto nivel de desempleo, lo último que dejan de pagar es la hipoteca ante las dificultades para vender una vivienda y hacer frente a la compromisos crediticios contraídos. En caso que se venda el inmueble, las familias se encuentran ante la imposibilidad de recuperar el valor invertido ante la caída de los precios.

La Ley anti-morosidad pretende que las pymes, grueso del tejido empresarial de España y mayor demandante de empleo, puedan conseguir un crecimiento estable que permita generar riqueza y crear empleo. Además las medidas macroprudenciales tienen el objetivo de garantizar la solidez del sistema financiero en su conjunto, de manera preferente prestan atención a las interacciones que se producen entre los agentes del sistema financiero y, entre estos últimos y la economía real.

Investigaciones futuras irán encaminadas a la búsqueda de una modelización econométrica que permita relacionar directamente la relación existente entre la actual crisis en la deuda soberana y los problemas de morosidad en la banca siguiendo la metodología de datos de panel utilizada en otros estudios del sector como los realizados por Fernández de Guevara y Maudos (2011) e Inklaar, Fernández de Guevara y Maudos (2012).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E., & D. L. Kao (1991). Corporate Bond Rating Drift: An Examination of Credit Quality Rating Changes over Time. *The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts*.
- Boletín Estadístico, III y IV Trimestre de 2011. Banco de España.
- Depres Polo, M. (2011, Septiembre). El comportamiento de los ratings crediticios a lo largo del ciclo. *Boletín Económico*, Banco de España.
- Estadística de Efectos de Comercio Impagados, Noviembre de 2011 (2012, Enero). Instituto Nacional de Estadística.
- Fernández de Gevara, J., & J. Maudos (2011). Banking competition and economic growth: cross-country evidence. *European Journal of Finance*, 17 (8), 739-764.
- García-Vaquero V., & Casado, J. C. (2011, Septiembre). El mercado español de deuda del Estado: desarrollos desde el inicio de la crisis. *Boletín Económico*. Banco de España.
- Informe de Estabilidad Financiera Noviembre de 2011. Banco de España.
- Inkelaar, R., J. Fernández de Guevara, & J. Maudos (2012). The Impact of the Financial Crisis on Financial Integration, Growth and Investment. *Nacional Institute Economic Review*, 220, 29-35.
- Iranzo, S. (2008). Introducción al Riesgo País. *Documentos ocasionales N° 0802*. Banco de España.
- Ley 15/2010, de 5 de julio. Medidas contra la morosidad en las operaciones comerciales. *Boletín Oficial del Estado*, 163, Martes 6 de julio de 2010.
- Miralles, & Daza (2010). España y la crisis financiera mundial. *Boletín XVIII de la Real Academia de las Letras y las Artes de Extremadura*.
- Miralles, & Daza (2011). La reestructuración de las Cajas de Ahorro en el Sistema Bancario español. *Boletín XIX de la Real Academia de las Letras y las Artes de Extremadura*.
- Nieto, S. (2005). The Macroeconomic Implications of the New Banking Capital Regulation in Emerging Markets: A Duopoly Model Adapted to Risk-Averse Bank. *Revista de Economía del Rosario*.
- The Implications of Corporate Bond Ratings Drift (1992). *Financial Analysts Journal*, p. 64