



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Administración y Dirección de Empresas con Mención Internacional

**CAMBIOS EN LA OBTENCIÓN DE CRÉDITO DE LAS PYMES EN BASE A
MEDIDAS LEGISLATIVAS, SEGÚN EL COLOR POLÍTICO DEL
GOBIERNO, DE 1995 A 2012**

Autor: Ana Valero Cabeza

Director: Carlos Martínez de Ibarreta Zorita

Madrid
Abril, 2014



RESUMEN

Este trabajo analiza la hipótesis de que la ideología del gobierno ha afectado desde el año 1995 al 2012 al acceso a crédito de las PYMEs a nivel europeo. Tras el análisis econométrico se concluye que la ideología del gobierno no ha afectado a esta facilidad de crédito, aunque puede que tenga alguna mínima incidencia. Las variables macroeconómicas, tales como el PIB o el crecimiento de la tasa de desempleo, sí que son significativas en el crecimiento del volumen de crédito. Por lo tanto, un aumento en la tasa de crecimiento del PIB o en la tasa de desempleo desemboca en un aumento o en una reducción del crecimiento del volumen de crédito a las PYMEs.

Además hemos observado como el volumen de crédito es muy cíclico y depende de los ciclos coyunturales, ya que en periodos de expansión, hasta el año 2007, la tasa de crecimiento del volumen de crédito crecía constantemente hasta el periodo de recesión, en el cual el crecimiento del volumen de crédito ha sido negativo.

Palabras clave: Ideología del gobierno; Acceso al crédito; Variables macroeconómicas; Desarrollo cíclico

ABSTRACT

This paper analyses the hypothesis whether the government's ideology has affected the access to credit to SMEs in Europe during the years 1995 to 2012. Following the econometric analysis we can conclude that the government's ideology has not affected the credit facility, although the ideology may have affected somehow the development of the credit to SMEs. Macroeconomic variables such as GDP growth or unemployment growth are significant to growth of the credit volume. Therefore, an increase in the growth rate of the GDP or in the unemployment rate, leads to an increase or a reduction in the growth of the volume of credit to SMEs.

We have also observed, that the volume of credit is highly cyclical and dependent of economic cycles since in periods of expansion, until 2007, the rate of growth of the credit volume grew steadily until the recession, where the rate of growth of the credit volume has been negative.

Keywords: Government's ideology; Access to credit; Macroeconomic variables; Economic cycles

Indice

Tabla de contenidos	4
Índice de abreviaturas.....	4
Introducción	5
1. El desarrollo del crédito en la Unión Europea.....	7
1.1 Nivel de crédito a las PYMEs en los países de la UE.....	7
1.2 Evolución del nivel de crédito desde 1995 a 2012 en países miembro	11
1.2.1. Casos concretos: Alemania, Francia, España	14
2. Efecto de las medidas tomadas según color político del gobierno.....	21
2.1 El circuito de crédito	21
2.2 Determinantes del volumen de crédito concedido	25
2.2.1. Evolución del PIB.....	25
2.2.2. Balance de los bancos.....	28
2.2.3. Regulación	30
2.3 Influencia del color político en el crédito.....	34
2.3.1 Marco teórico	34
2.3.2 Análisis empírico	35
3. Conclusiones y Limitaciones.....	43
4. Bibliografía.....	45

Tabla de contenidos

Figura i	Aportación al PIB de las PYMEs
Figura ii	Tipos de interés a créditos por debajo de 1m€, menos tipos de interés a créditos por encima de 3m€
Figura iii	Evolución del coste de financiación de los bancos
Figura iv	Balanza por cuenta corriente de la Unión Europea
Figura v	Evolución del volumen de crédito en la Eurozona
Figura vi	Apalancamiento financiero de las sociedades no financieras
Figura vii	Crecimiento del crédito de sociedades no financieras
Figura viii	Deuda de las sociedades no financieras (porcentaje del PIB)
Figura ix	Tasa crecimiento volumen de crédito - Alemania
Figura x	Índice SMAF
Figura xi	Tasa crecimiento volumen de crédito - Francia
Figura xii	Demanda de crédito por parte de PYMEs francesas
Figura xiii	Tasa crecimiento volumen de crédito - España
Figura xiv	Métodos de financiación para PYMEs
Figura xv	Cambios en la necesidad de las PYMEs de préstamos
Figura xvi	Tasa crecimiento PIB vs. Crédito
Figura xvii	Exposición de los bancos a bonos soberanos
Figura xviii	CDS Bancos y CDS Soberanos
Figura xix	Tasa de variación del stock de crédito - España
Figura xx	Matriz de correlaciones
Figura xxi	Resultados modelo econométrico

Índice de abreviaturas

AAPP: Administraciones Públicas

BCE (ECB): Banco Central Europeo

EEUU: Estados Unidos

EIB: Banco Europeo de Inversiones

PIB (GDP): Producto Interior Bruto

PYMEs: Pequeñas y medianas empresas

Introducción

El presente trabajo de investigación académica está orientado a analizar si la ideología de los gobiernos afecta en la obtención de crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas; reviste especial interés ya que durante los últimos casi veinte años, Europa ha experimentado fases de crecimiento y recesión muy agudas que han fomentado un ciclo económico particular y que han proporcionado el carácter cíclico del volumen de crédito a las PYMEs. Mientras que en la fase expansiva los diferentes gobiernos han fomentado el crédito casi de forma unánime, ahora en la fase recesiva, los diferentes gobiernos de los países miembro han optado por una o la otra estrategia de facilitar o restringir el crédito. Intentaremos por lo tanto analizar si las particularidades de el desarrollo del crédito a las PYMEs se debe a la ideología o si bien a otros factores macroeconómicos.

Para conseguir este objetivo, se ha recurrido al análisis cuantitativo y econométrico de fuentes cuantitativas secundarias que recogían el desarrollo del volumen de crédito a PYMEs durante el periodo de análisis del trabajo, de forma anual, desde el año 1995 hasta el 2012. Estos datos son puestos a disposición por el Banco Central Europeo.

Los estudios existentes sobre el volumen de crédito y su desarrollo durante el periodo analizado se interesan en su mayoría por el papel y la influencia de las variables macroeconómicas sobre el crédito a las PYMEs, como por ejemplo el papel del PIB . Por lo tanto existe esta nueva necesidad de determinar si ha sido también la ideología de los diferentes países miembro de la Unión Europea lo que ha podido acentuar de una manera determinada el acceso a financiación a las pequeñas y medianas empresas o si por el contrario todos los países miembro se han comportado de la misma forma, sin tener en cuenta el color del gobierno y por consecuente, su ideología.

El trabajo se estructura en tres partes. En la primera parte se presenta el desarrollo del crédito en la Unión Europea y consistirá de tres subapartados en los cuales se analiza el nivel de crédito a las PYMEs en el ultimo año del periodo analizado, año 2012, así como la evolución del nivel de crédito durante el periodo analizado y presentaré de forma breve tres países específicos. En un segundo apartado analizaré los determinantes del volumen de crédito, tanto variables macroeconómicas como también políticas. Además, por último, analizaré más en profundidad, primero a través de una revisión bibliográfica y a continuación a través del análisis econométrico, si nuestra hipótesis se

cumple y la ideología política afecta al acceso de las PYMEs al crédito durante el periodo de tiempo analizado. Por último en este segundo apartado discutiremos los resultados del modelo econométrico estimado.

En el tercer y último apartado evaluaré los resultados y dibujaré unas breves ideas principales y una conclusión.

1. El desarrollo del crédito en la Unión Europea

En el próximo capítulo analizaré el nivel de crédito actual a pequeñas y medias empresas en la Unión Europea, las dificultades de las PYMEs de los diferentes países miembro en la obtención de crédito y los motivos por los cuales se ha comportado el crédito como lo ha hecho. Por último veremos el desarrollo del volumen de crédito a las PYMEs en tres países miembro específicamente.

1.1 Nivel de crédito a las PYMEs en los países de la UE

La resistencia del sistema financiero europeo durante los últimos meses ha sido excepcional. Varios shocks políticos y económicos han hecho mella en la zona euro, no obstante el sistema financiero parece estar aún intacto (CREDIT SUISSE, 2013). Además, parece haber existido un cambio de tendencia de los agentes privados del sector privado hacia inversiones en países como Italia, España, en los cuales en marzo de 2013 los bonos de deuda pública cayeron a niveles del año 2010 (EXPANSIÓN, 2013).

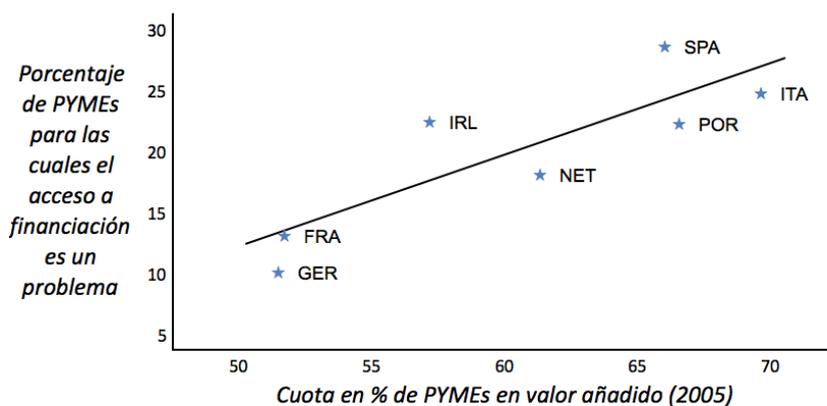
Aunque parece que la economía no tendrá que absorber más activos financieros, la economía europea sigue débil, impulsada únicamente por la demanda doméstica de los países del centro del continente (CREDIT SUISSE, 2013).

El mayor problema todavía latente en Europa son las condiciones y el acceso a financiación por parte de las PYMEs europeas. No obstante este problema ya surgió a principios del año 2000, en el cual ya se citó en la tercera ronda de banqueros y PYMEs, cuya finalidad primordial es el mejorar las relaciones entre estos y las empresas, aquellos problemas que existían y de los cuales muchos han persistido: Financiación sin restricciones para todas las actividades empresariales; Obtención de suficiente crédito por parte de las PYMEs como para poder financiarse y prosperar; Financiación customizada (SME AND BANKERS, 2000).

La dificultad de financiación resurge en el año 2010, cuando se celebró un fórum de pequeñas y medianas empresas en Bruselas, en el cual se acordó que la Unión Europea debía fomentar la financiación de las pequeñas y medianas empresas como el único camino para la recuperación de la coyuntura. Los bancos y las PYMEs europeas tenían que recuperar la confianza mutua para asegurar una cooperación fructífera (COMISIÓN EUROPEA, 2010).

Este problema no parece estar subsanado aún siendo de vital importancia para el BCE, y sobre todo en países de la periferia, donde las PYMEs crean la mayor parte del PIB (CREDIT SUISSE, 2013).

Figura i: Aportación al PIB de las PYMEs



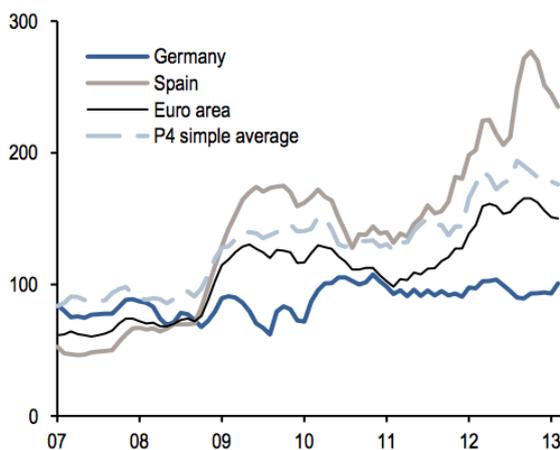
Fuente: Adaptado de Credit Suisse (2013)

No obstante, esta situación, en la cual las pequeñas y medianas empresas no pueden obtener financiación, continúa vigente. Según el panel de datos de la Comisión Europea, Access to finance, para el 40% de las pequeñas y medianas empresas de Chipre, el 32% de las griegas, el 23% de las españolas y el 20% de las PYMEs de Irlanda, Italia y Holanda el acceso a financiación era un problema en el año 2013, frente a las PYMEs de Alemania, Austria o Polonia de las cuales solamente un 8% de éstas respondieron tener dificultades para acceder a financiación (COMISIÓN EUROPEA, 2013). Este problema ha incrementado significativamente desde el año 2009.

Además, el porcentaje de las peticiones denegadas para la obtención de crédito en los países periféricos, frente a los países nórdicos, ha sido hasta 20 puntos porcentuales más alto (COMISIÓN EUROPEA, 2013). Por lo tanto, en el año 2012 las PYMEs europeas que más sufrieron la reducción de la oferta crediticia fueron las holandesas y las griegas, con un 31% de las PYMEs en ambos países que respondieron haber obtenido una negativa por parte de los bancos. A éstas las siguen de cerca Lituania (24%) y Chipre (23%). Esta tendencia ha aumentado desde 2011 en un 10% aproximadamente, hasta situarse en el año 2012 a nivel europeo en un 13% de PYMEs que han solicitado, pero no obtenido, crédito por parte de los bancos (COMISIÓN EUROPEA, 2013).

Como se puede observar en la próxima gráfica, el país que más podría beneficiarse de las medidas de impulso para aumentar la oferta de financiación a las PYMEs sería España, ya que no sólo es el país que más depende de estas empresas para la creación de riqueza, si no que además las condiciones de financiamiento de éstas se han visto deterioradas significativamente en comparación a las grandes empresas. Este deterioro se debe sobre todo al incremento del tipo de interés que ha aparecido en los créditos por debajo de un millón de Euros frente a los créditos por encima de esta cantidad (CREDIT SUISSE, 2013).

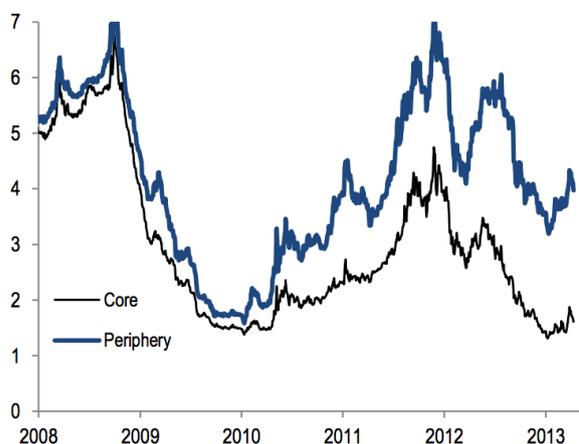
Figura ii: Tipos de interés a créditos por debajo de 1m€, menos tipos de interés a créditos por encima de 3m€



Fuente: Credit Suisse, The Bloomberg Professional service (2013)

El único indicador que permite cierta euforia es la caída en el coste de obtención de financiación de los bancos periféricos de la Unión Europea en el mercado interbancario, ya que esto significa que son capaces de obtener crédito a mejores condiciones y que por lo tanto el cauce crediticio podría verse incentivado:

Figura iii: Evolución del coste de financiación de los bancos



Fuente: Credit Suisse, The Bloomberg Professional service (2013)

Con todo, la resistencia del sector financiero es notable y resalta sobre todo ante las dificultades y shocks que desde el año 2008 ha sufrido el sistema. En parte, esta resistencia puede que se deba sobre todo al aumento de liquidez mediante operaciones de mercado en los países periféricos en comparación con hace dos años (CREDIT SUISSE, 2013). Otros factores que pudieron haber aumentado la liquidez de estos países son:

- El discurso de Draghi del 26 de Julio de 2012 y su famosa afirmación “*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*¹” (BCE, 2012)

Este discurso del presidente del BCE ayudó enormemente a disipar cualquier duda sobre la continuidad de la moneda única y del compromiso de conservar Europa. Paul Krugman- economista, premio nobel y escéptico de la moneda común- dio la enhorabuena al presidente del Banco Central por haber tomado un rol decisivo en disipar las dudas sobre la situación de Europa (KENNEDY and BLACK, 2014).

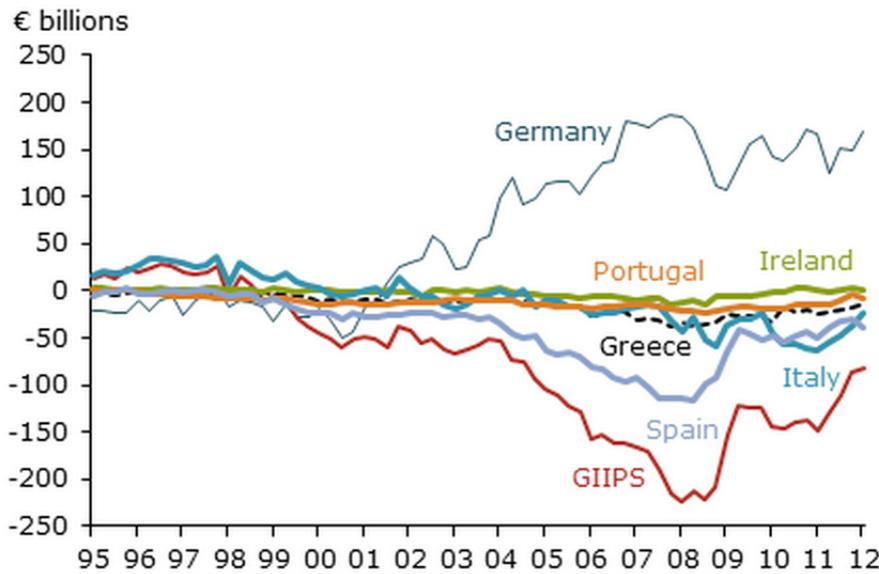
- Los programas de ‘Quantitative Easing’ que se llevaron a cabo en 2010 en Estados Unidos y Japón (CREDIT SUISSE, 2013).

Ben Bernanke, presidente en ese entonces de la Reserva Federal redujo la tasa de interés a un mínimo histórico, lanzó un programa de compra de bonos del Tesoro a largo plazo para aumentar la liquidez del mercado e incrementó el acceso a dólares al resto de bancos centrales con un interés del cero (GANDEL, 2010)

- La compra de bonos a largo plazo de los estados periféricos de la Unión Europea que volvió a repuntar a partir del año 2011, lo cual podemos observar en la gráfica de la balanza por cuenta corriente de la unión Europea, en la cual los países denominados PIIGS se recuperan.

¹“*Dentro de nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro y créanme, será suficiente*”

Figura iv: Balanza por cuenta corriente de la Unión Europea

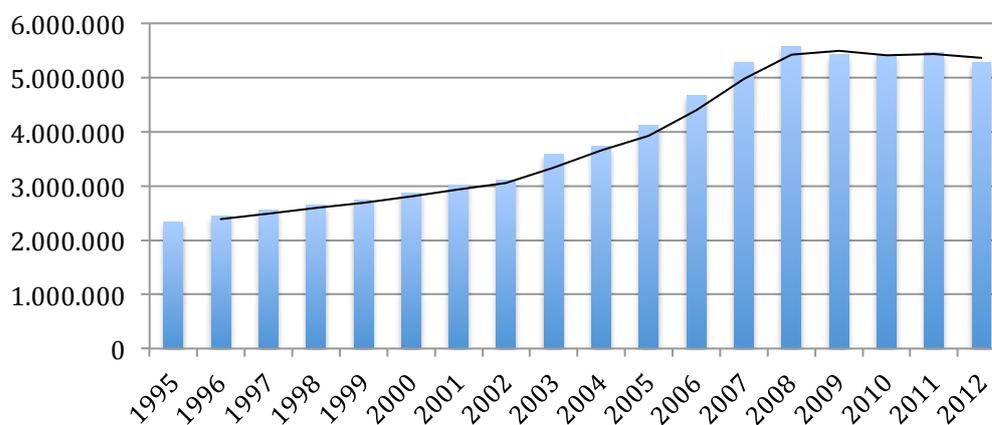


Fuente: Federal Reserve Bank of San Francisco (2013)

1.2 Evolución del nivel de crédito desde 1995 a 2012 en países miembro

Como podemos observar en la gráfica, el volumen de crédito concedido a las pequeñas y medianas empresas casi se ha triplicado desde el año 1995 hasta el 2012. No obstante esta evolución se ha visto afectada por dos ralentizaciones: desde el año 2002 al 2004 y a partir del año 2009 al 2012 en adelante.

Figura v: Evolución del volumen de crédito en la Eurozona (Billones Euro)

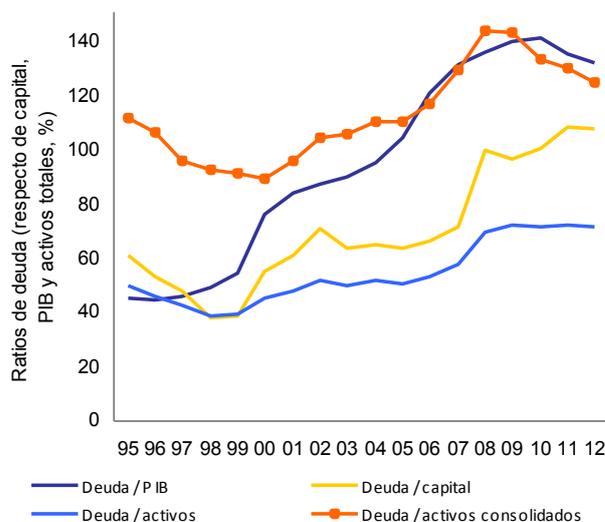


Fuente: Elaboración propia

Estas dos ralentizaciones en la concesión del crédito a las empresas se deben a dos circunstancias coyunturales, a partir del año 2002 y hasta el 2004, debido a la crisis de las empresas punto-com y desde el año 2009, debido a la recesión económica.

Este incremento de los volúmenes de crédito a las PYMEs se puede observar también analizando el crecimiento del ratio deuda frente al capital de las sociedades no financieras de la zona euro, lo cual se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Figura vi: Apalancamiento financiero de las sociedades no financieras



Fuente: BCE

Como podemos observar, el ratio deuda/capital incrementó aproximadamente un 50% en las sociedades no financieras de la zona euro. Pasó de un 60% aproximadamente en el año 1995, a un nivel máximo del 110% en el año 2012.

Esta evolución del ratio deuda sobre capital se debe a que desde el año 2002, el ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras se incrementó en el contexto del ‘auge de la nueva economía’, en el cual las condiciones de financiación eran muy laxas, favoreciendo la inversión de las empresas y aumentando por lo tanto el volumen de los préstamos (BCE, 2/2012). Hasta el año 2005, los balances de las entidades no financieras sufrieron un saneamiento de sus balances, lo cual redujo el volumen de crédito (BCE, 2/2012). No obstante tras un periodo posterior de saneamiento, el ratio deuda sobre PIB de las sociedades no financieras volvió a incrementarse a partir de 2005 hasta el año 2009, año en el cual el ratio se situaba aproximadamente en un 80% de media en la zona euro (BCE, 2/2012). En 2010 este ratio se redujo, también lo hizo

el volumen de crédito concedido a las pequeñas y medianas empresas, hasta finales del año 2011 (BCE, 2/2012).

La evolución del ratio deuda sobre capital y el ratio deuda sobre PIB, es un reflejo del impacto de la crisis económica durante casi ocho años y las medidas de desapalancamiento que las sociedades no financieras han tenido que adoptar durante la crisis. Además, la crisis, en la cual hubo un descenso de la actividad económica, provocó una considerable caída de la demanda de crédito, como consecuencia de la menor formación de capital y de la menor capacidad de las pequeñas y medianas empresas para endeudarse.

Figura vii: Crecimiento del crédito de sociedades no financieras

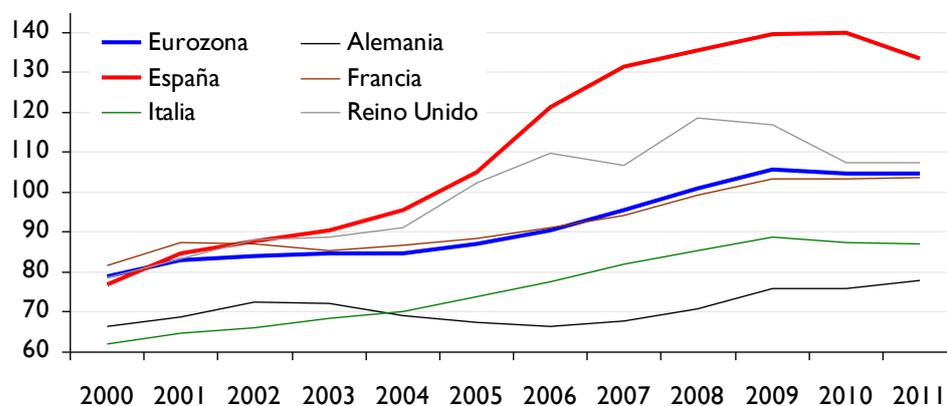
	2008	2009	2010	2011
<i>Francia</i>	9,62%	-1,55%	1,28%	4,63%
<i>Irlanda</i>	5,27%	-11,82%	-36,29%	-4,83%
<i>Italia</i>	4,24%	0,00%	2,13%	3,05%
<i>Portugal</i>	13,98%	1,72%	-2,70%	-0,71%
<i>Eslovenia</i>	18,30%	1,03%	0,08%	-3,54%
<i>Suecia</i>	-3,56%	0,38%	16,43%	7,42%
<i>Reino Unido</i>	-10,80%	-2,88%	-4,62%	-3,13%
<i>Finlandia</i>	18,46%	-7,25%	4,61%	8,95%
<i>España</i>	6,62%	-3,88%	-2,10%	-6,19%
<i>Holanda</i>	7,60%	5,11%	2,21%	3,54%
<i>Dinamarca</i>	11,94%	-3,74%	-1,12%	-4,10%

Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver en la gráfica, los préstamos a las PYMEs crecieron entre el año 2010 y 2011 en la mayoría de los países, entre ellos Italia, Francia o Alemania.

Como dice el Boletín Mensual del BCE de febrero del 2012, el coste de la financiación de las sociedades no financieras en 2008 se incrementó debido al contexto, el cual era de creciente preocupación en los mercados sobre la solvencia de los prestatarios. Para garantizar su solvencia, las empresas tuvieron que redoblar sus esfuerzos por desapalancarse en respuesta a la caída de la evolución de los préstamos bancarios mediante valores de renta fija, a la que suma el descenso cíclico de la demanda de financiación externa (BCE, 2/2012).

Figura viii: Deuda de las sociedades no financieras (porcentaje del PIB)



Fuente: BCE y Servicio Estudios CEOE

Como podemos apreciar en la gráfica, el ratio de endeudamiento de las sociedades alemanas es el que ha registrado menor nivel de los cinco países principales de la zona desde finales del año 2004.

Por el contrario, el ratio de endeudamiento de las PYMEs españolas se situó significativamente por encima del nivel de la zona euro durante mayor parte de los diez años, situándose a finales del año 2011 en niveles del 130%. Al mismo tiempo el porcentaje de endeudamiento de las empresas francesas siempre se ha situado algo por debajo de la media de la zona euro durante este periodo, además de las empresas italianas las que se sitúan con un ratio también por debajo del nivel europeo.

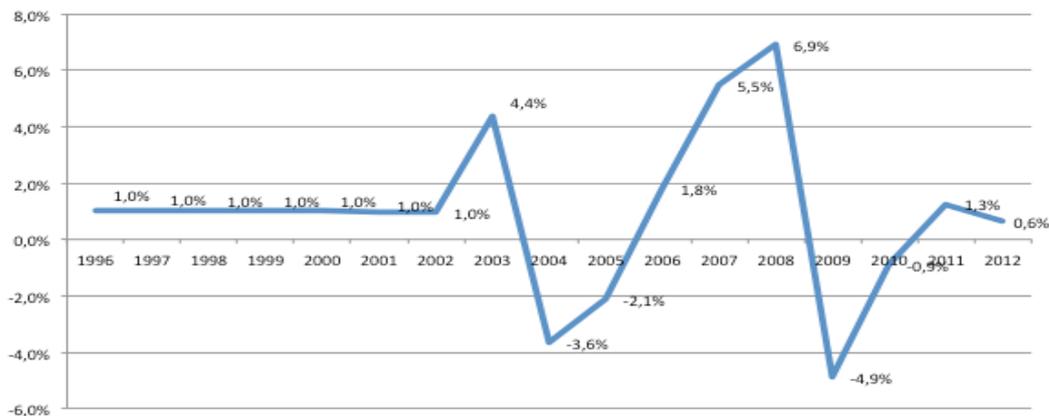
El volumen de crédito de estos tres países, Alemania, Francia y España además se ha comportando de forma diferente.

1.2.1. Casos concretos: Alemania, Francia, España

En las próximas líneas describiré la evolución del volumen de crédito a las PYMEs de Alemania, Francia y España al ser tres países que durante el periodo de análisis de este trabajo se han comportado de diferente forma.

Empezaré analizando el caso de Alemania:

Figura ix: Tasa crecimiento volumen de crédito - Alemania



Fuente: Elaboración propia

Como podemos apreciar en la gráfica, el crédito decreció desde el año 2004 hasta el año 2006 pero empezó a aumentar constantemente hasta desplomarse otra vez en el año 2009, manteniéndose estable desde entonces. Aún habiendo sufrido una caída en el volumen de crédito durante dos años, a partir del año 2004, en el año 2006 el volumen de crédito a PYMEs se situaba en 730.000 millones de Euros.

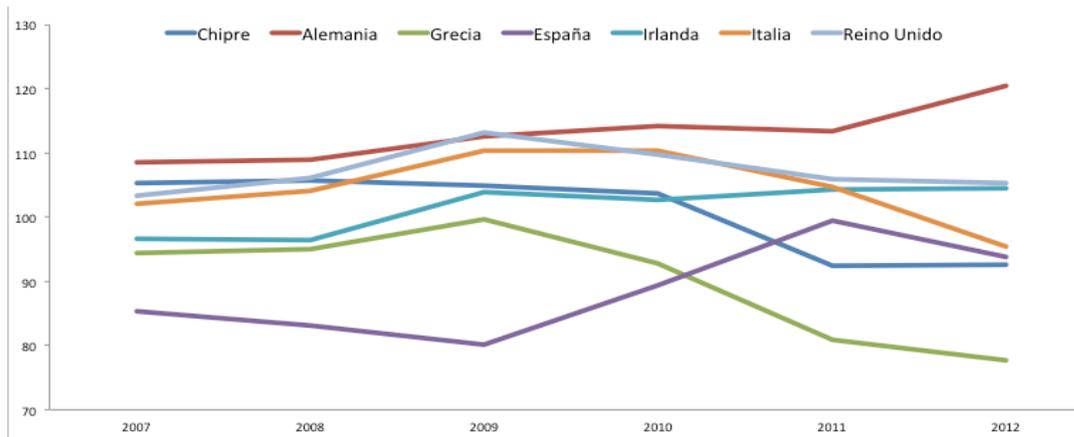
Alemania, de acuerdo con el Small Business Act, ofrece un entorno empresarial y político muy atractivo para las PYMEs (COMISIÓN EUROPEA, 2013). Como consecuencia, las pequeñas y medianas empresas alemanas han demostrado una gran capacidad de recuperación a lo largo de la crisis económica que se desencadenó en el año 2008. De hecho, las PYMEs alemanas crecieron durante este periodo, creando un millón de puestos de trabajo desde el año 2009, lo cual podemos observar en la gráfica que se traduce en una mayor demanda de crédito en estas empresas no financieras. Además, las pequeñas y medianas empresas de Alemania siguen siendo las más innovadoras e internacionales frente a sus homólogos de la eurozona (COMISIÓN EUROPEA, 2013).

En los últimos años el marco político ha contribuido a este éxito, no obstante la situación a largo plazo de estas empresas es crítica debido sobre todo al envejecimiento de la población.

El acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación ha tenido una tendencia positiva a lo largo del periodo analizado a excepción de dos eventos coyunturales, lo cual habla a favor de la capacidad económica de este país.

Además, el índice SMAF, que es un índice elaborado por la Comisión Europea, el cual monitoriza la evolución de las PYMEs en la obtención de recursos financieros en los estados miembro de la Unión Europea, indica que las PYMEs alemanas se han situado durante el periodo de crisis por encima de sus homólogas europeas en la facilidad para obtener crédito.

Figura x: Índice SMAF



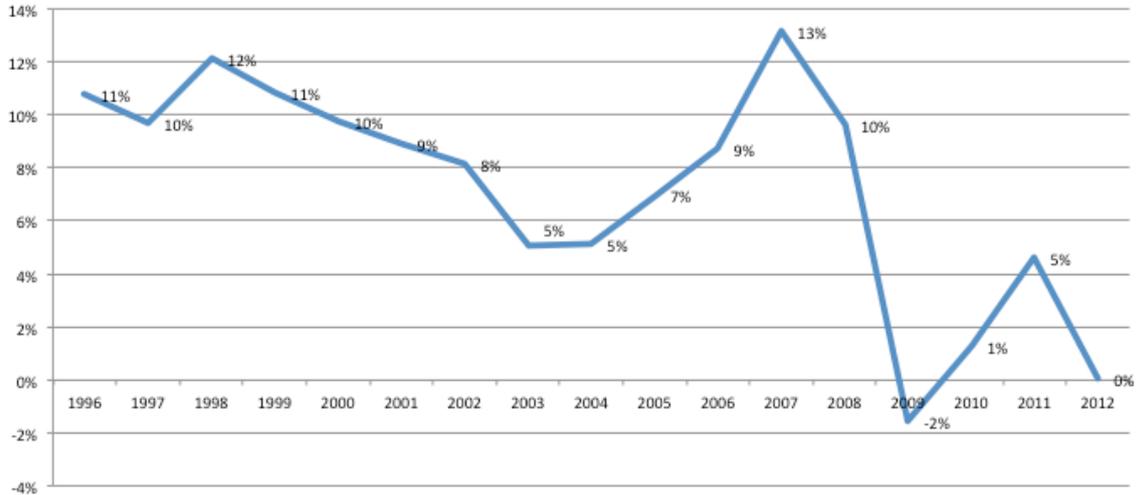
Fuente: Adaptado de Comisión Europea (2013)

Este índice ha aumentado para muchos países de la Unión Europea desde el año 2008, cuando la media de este índice alcanzó su valor más bajo, lo cual significa que la facilidad de crédito ha aumentado. Para quince estados miembro el SMAF ha aumentado su nivel entre los años 2007 y 2012, impulsado sobre todo a causa de la caída de los tipos de interés de préstamos por debajo de 1 millón de Euros.

Para concluir podemos por lo tanto deducir mediante el índice SMAF, que las pequeñas y medianas empresas de Alemania han sido, de entre las PYMEs de los 27 estados miembro, aquellas, que menos problemas han tenido para acceder a crédito. En el año 2012, Alemania ha sido además el único país que ha conseguido mejorar su posición en el índice SMAF, frente a las PYMEs de los demás miembros, cuyo acceso a financiación se ha visto obstaculizada. Sólo un 10% de las PYMEs alemanas respondieron que había habido un deterioro en el acceso a la financiación, mientras que esta cifra es dos veces mayor en los países restantes de la Unión Europea (COMISIÓN EUROPEA, 2013).

En el siguiente gráfico podemos observar la evolución del volumen de crédito de las PYMEs francesas:

Figura xi: Tasa crecimiento volumen de crédito - Francia



Fuente: Elaboración propia

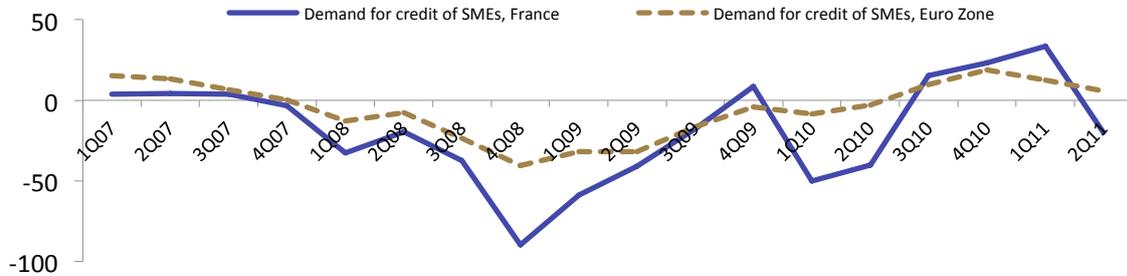
Como podemos observar en el caso de Francia, el volumen de crédito tiene una tendencia positiva desde el año 1995, sufriendo un leve retroceso a partir del año 2009 pero que logra sobreponer a partir del año 2011 hasta situarse en una tasa de crecimiento del volumen de crédito positiva que sin embargo perdió impulso en el año 2012.

Un 77% de las pequeñas y medianas empresas francesas, encuestadas en el estudio 'Access to finance' llevada a cabo por el BCE en el tercer cuartil del año 2008, respondieron que habían sufrido un endurecimiento de los criterios para acceder a financiación frente al año anterior (COMISIÓN EUROPEA, 2013). No obstante este número se redujo en el segundo cuartil del año 2009 hasta un 16,4% que todavía creía que estas condiciones seguían empeorando en comparación frente al año anterior. En términos de la demanda de crédito en el segundo cuartil del año 2009, los encuestados consideraron que estaba disminuyendo más para las grandes empresas que para las PYMEs (OECD, 2012).

La demanda de crédito por parte de las PYMEs francesas se ha comportado en línea con la demanda de los Estados miembro, no obstante ha sido más acentuada en el cuarto cuartil del año 2008 y en el primer cuartil del año 2010. En el año 2011 la demanda de

crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas francesas superó la demanda media de la eurozona (OECD, 2012).

Figura xii: Demanda de crédito por parte de PYMEs francesas



Fuente: OECD (2012)

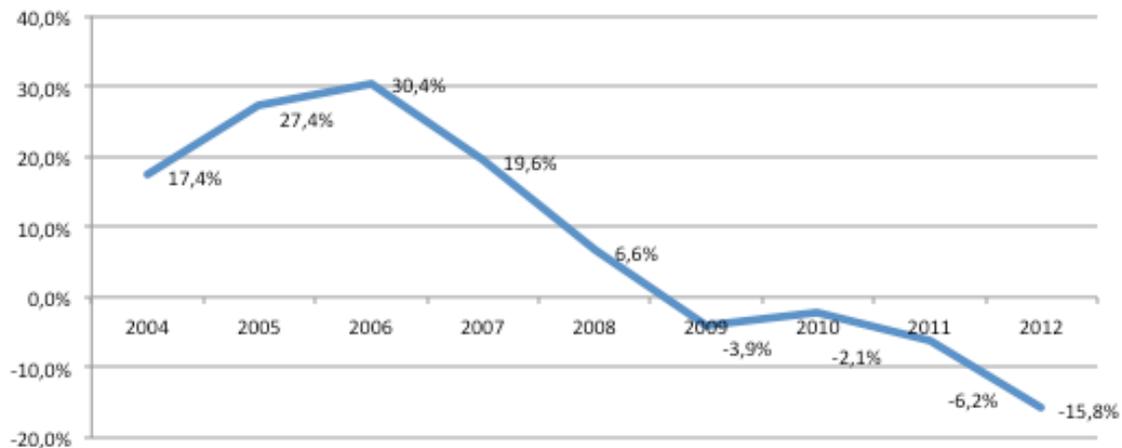
El Estado francés ha ofrecido a las pequeñas y medianas empresas condiciones financieras favorables desde el año 1995, lo cual ha tenido como consecuencia un incremento estable en el volumen de crédito de las empresas (OECD, 2012). No obstante este progreso se ha estancado a partir del año 2008 y la crisis financiera ha acentuado una situación empresarial difícil (OECD, 2012).

Como resultado de la mala coyuntura económica, el acceso a financiación, que ha sido evaluado en el análisis del BCE, Access to finance, ha tenido como respuesta que el acceso a financiación ha empeorado en el año 2012 frente al 2011 (OECD, 2012). El porcentaje de préstamos rechazados a PYMEs francesas aumentó en 2012 del 11% al 14% y un mayor número de empresarios además notó que los bancos estaban menos dispuestos a conceder créditos (OECD, 2012).

Si comparamos con la media de la Unión Europea, las PYMEs francesas tienen menos problemas de liquidez, ya que el porcentaje de clientes en quiebra es menor en comparación a la media europea, 2% frente al 3% (COMISIÓN EUROPEA, 2013).

Por último analizaremos la evolución del volumen de crédito de las PYMEs españolas:

Figura xiii: Tasa crecimiento volumen crédito - España



Fuente: Elaboración propia

Como podemos observar en el caso de España, el volumen de crédito a las PYMEs de este país aumentó de forma considerable en el periodo analizado aunque fue reduciéndose de forma constante hasta decrecer a una tasa en el año 2012 del 15,8%.

Un factor importante que podemos observar es que el volumen de crédito, en el caso de España, es muy cíclico, ya que éste creció constantemente en periodos de bienestar y cayó de forma drástica en los años de coyuntura adversa. A diferencia de la situación predominante en EEUU y por encima incluso de lo que ocurre en Europa la financiación en España depende mayoritariamente de las entidades de crédito y se ha pasado de un entorno muy laxo a un entorno de restricción y encarecimiento de los préstamos bancarios (FEF, 2013).

Como podemos observar mediante los datos de la Fundación de Estudios Financieros, el endeudamiento de las empresas no financieras españolas ha casi multiplicado por siete su volumen de deuda privada desde el año 1995 hasta el 2009 (FEF, 2013). El endeudamiento de las empresas no financieras estaba en el año 2009 en volúmenes del 140% del PIB (FEF, 2013). A partir del año 2009 no obstante las empresas han comenzado a desapalancarse reduciendo su volumen de crédito constantemente desde el año 2010 hasta el año 2012 (FEF, 2013). El endeudamiento de estas empresas se situó en el 2012 en niveles del 132%, casi un 8% menor que hace dos años (FEF, 2013).

Este endeudamiento y demanda de crédito por parte de las PYMEs se debe a la composición sectorial de la actividad económica y el volumen que adquirió el sector inmobiliario y el constructor (FEF, 2013). No obstante las empresas de los sectores

terciarios que no se vieron afectadas por la crisis no están excesivamente endeudadas y en promedio continúan siendo competitivas (FEF, 2013).

Según el índice SMAF, las PYMEs españolas son las empresas europeas que más han sufrido el endurecimiento en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas y al resto de PYMEs de la eurozona, lo cual ha desembocado en un desapalancamiento en gran parte forzoso, y no fruto de una planificación empresarial más optimizada (FEF, 2013). Sin embargo es importante resaltar que para una mayor eficiencia de la economía es necesario favorecer el crecimiento y la expansión de las pequeñas y medianas empresas y abrirles el acceso a nuevas fuentes de financiación no bancaria (FEF, 2013).

Un factor que ha favorecido la propensión al endeudamiento de las PYMEs españolas tiene su origen en la fiscalidad, ya que el marco fiscal de las empresas incentivaba el apalancamiento dada la falta de neutralidad en el tratamiento de la deuda frente al capital. De esta asimetría resultaba que fiscalmente, la financiación propia es más cara frente a la ajena, de tal modo se desencadena una cadena de estímulos que privilegia la deuda sobre el capital (FEF, 2013). No obstante este comportamiento se corrigió en el Decreto Ley 12/2012 que pretende reducir el nivel de endeudamiento y favorecer la capitalización vía fondos propios (FEF, 2013).

2. Efecto de las medidas tomadas según color político del gobierno

En el próximo capítulo analizaré el circuito de crédito, además de diferentes determinantes del volumen de crédito concedido. Por último observaremos a través de un modelo empírico si el color político tiene efectos sobre la concesión de crédito a las PYMEs o si por el contrario no tiene ninguna influencia sobre el crecimiento del volumen de crédito.

2.1 El circuito de crédito

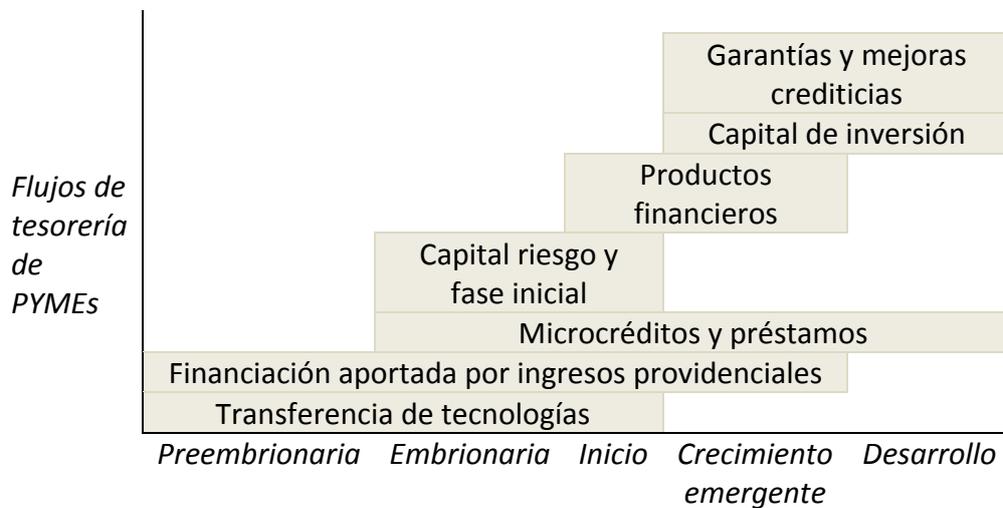
La función del sistema financiero consiste en canalizar el ahorro que generan las unidades económicas con superávit hacia el gasto de las unidades económicas con déficit. Es así como nace la intermediación bancaria entre personas físicas y jurídicas (GUINOT, 2013).

El precio de los productos bancarios se determina en el mercado interbancario, donde las entidades de crédito se prestan dinero en plazos generalmente cortos (GUINOT, 2013). El interés al que estas entidades de crédito se prestan dinero se determina a través del Euribor- media simple de los tipos de interés medios de la oferta de un panel de las 50 entidades más activas, aplicado entre entidades financieras en el mercado de depósitos interbancarios de la Eurozona.

Después de haber sido fijado el Euribor, las entidades financieras acceden a la financiación y podrán canalizar éstos hacia las personas físicas o jurídicas. El precio de los productos bancarios de pasivo se forma con el tipo de interés que pague cada entidad menos el porcentaje de comisión que establezca (GUINOT, 2013).

A parte de los créditos y préstamos, las pequeñas y medianas empresas disponen de diferente tipo de financiación durante su existencia, como podemos observar en la siguiente gráfica. Desde una financiación basada en la benevolencia de inversores providenciales (Business Angels) hasta productos financieros de riesgo (EIB, 2012).

Figura xiv: Métodos de financiación para PYMEs



Fuente: Adaptado de Fondo Europeo de Inversión (2012)

No obstante como ha quedado de manifiesto en el capítulo anterior, las PYMEs no están obteniendo acceso a la financiación, lo que ocurre en su mayor parte debido a las negativas por parte de los bancos a dar préstamos, ya sea por la alta tasa de morosidad de las empresas o por las enormes diferencias en sus partidas contables. Es por este creciente problema que el BCE ha decidido asegurar la liquidez de estas empresas mediante otros instrumentos de crédito.

Durante la crisis el BCE ha tenido que desbloquear mecanismos y canales para mejorar la garantía de crédito para las pequeñas y medianas empresas.

La primera medida que la mayor parte de gobiernos ha implementado ha sido incentivar la financiación hacia estas pequeñas y medianas empresas a través de garantías para que los bancos tuviesen un mayor incentivo para otorgarles a las empresas acceso a préstamos sin tener que asumir un riesgo tan elevado en sus balances.

Otras medidas han intentado estimular el acceso a financiación a empresas emprendedoras o recién creadas, que históricamente ha sido muy reducida a través de entidades de capital de riesgo². Además, instrumentos pioneros han ayudado a lidiar con el problema de subcapitalización. Algunos de ellos tienen una perspectiva a largo plazo,

² Venture capital

y no están focalizadas a dirigirse inmediatamente a la debilidad coyuntural de las PYMEs.

En líneas generales los préstamos bancarios tienden a tener un mayor impacto en términos de cantidad de empresas implicadas, mientras que instrumentos como el capital de riesgo o parecidos, tienen un impacto sobre un número mucho menor de empresas. No obstante han resultado tener un impacto limitado en los países con mayores problemas coyunturales debido al mayor coste de financiación resaltado por los problemas interinos de estos países.

Figura xv: Cambios en la necesidad de las PYMEs de préstamos



Fuente: Comisión Europea (2012)

Aunque los gobiernos hayan fortalecido las medidas para asegurar el acceso a financiación a las PYMEs, parece que estas medidas no han creado una mejoría visible COMISIÓN EUROPEA (2013).

Parece que aún habiendo medidas por parte de los Estados para aliviar la necesidad de financiación de las PYMEs, todavía hay dificultades significativas por parte de éstas para acceder al crédito.

A parte del intento por parte de los gobiernos, otras políticas han de ser consideradas: La creación de mercados de capital más accesibles a estas empresas y un uso mas extenso del rating entre PYMEs (COMISIÓN EUROPEA, 2013).

A parte de las acciones tomadas por los gobiernos, las instituciones supranacionales también apoyan mediante instrumentos de intervención tradicionales a las PYMEs a través de:

- El Banco Europeo de Inversiones, EIB, cuya misión es la de contribuir al desarrollo del mercado interno europeo, garantizando préstamos a los Estados miembro o a instituciones públicas para facilitar la financiación de proyectos. La Comisión Europea, el Banco Europeo de Inversiones y el Fondo Europeo están ayudando a pequeñas y medianas empresas, facilitándoles el acceso a financiación y por lo tanto, ayudando a la coyuntura europea a crecer.

Esta coalición pudo lanzar dos programas llamados CIP y COSME, destinados a mejorar la financiación de las pequeñas y medianas empresas en forma de capital y deuda. Un ejemplo son los préstamos garantizados por parte de estos dos fondos, que permiten a las PYMEs acceder a los mercados de capital con mayores facilidades. La mayor parte de estos instrumentos financieros son supervisados bajo la petición de la Comisión Europea, por parte del Fondo de Inversión Europeo a través de intermediarios, bancos europeos o fondos de capital de riesgo.

El CIP comenzó a funcionar en el año 2007 y terminó en el año 2013. Con una cantidad de 11.000 millones de Euros, este fondo ha ayudado a movilizar más de 15.000 millones de PYMEs.

El COSME se ha puesto en marcha en el año 2014 y estará en funcionamiento hasta el año 2020 con un capital de 25.000 millones de Euros.

En total en el año 2012 el EIB ayudó a más de 200.000 PYMEs, en comparación con 120.000 durante el año anterior. El EIB otorgó préstamos en el año 2012 por valor de 13 billones de Euros. En condiciones económicas desfavorables estas ayudas tuvieron un impacto de al menos 214.000 millones de Euros. Los préstamos aprobados para las PYMEs incrementaron un 18% en año 2012 frente al 2011 (COMISIÓN EUROPEA and EIB, 2012).

En Junio del 2012 los accionistas del EIB recomendaron incrementar en 10.000 millones de Euros el fondo para poder proveer con hasta 60.000 millones de Euros a las PYMEs durante los tres próximos años.

Esto será de gran ayuda ya que en el año 2013 el EIB solamente ha gastado un 16% de su presupuesto para financiar a las empresas (CREDIT SUISSE, 05/2013).

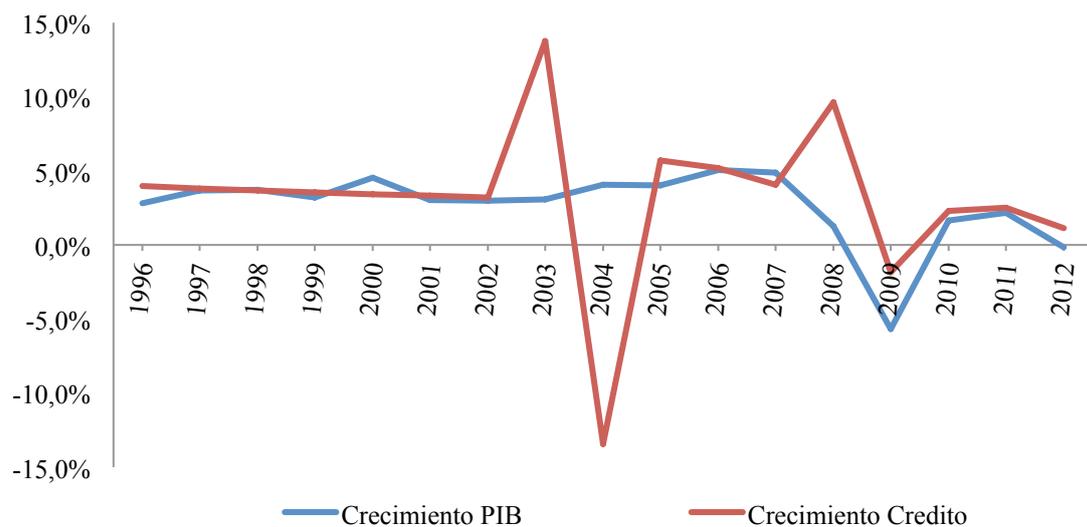
- El Fondo de Inversión Europeo (EIF), el cual dispone de recursos a nivel europeo para las microempresas y PYMES. El instrumento de apoyo más conocido es JEREMIE, una iniciativa conjunta con la Comisión Europea y cuya finalidad es promover el uso de instrumentos de ingeniería financiera para mejorar el acceso a las PYMES a la financiación a través de las intervenciones de los Fondos Estructurales. Por otro lado, las autoridades de gestión también pueden optar por canalizar los recursos del programa a través de fondos de cartera, creados para invertir en varios fondos de inversión.

2.2 Determinantes del volumen de crédito concedido

2.2.1. Evolución del PIB

Como podemos observar en la gráfica en la cual se representan ambos crecimientos, el del PIB y el del crédito, parece que ambas curvas tienen el mismo comportamiento cíclico.

Figura xvi: Tasa crecimiento PIB vs. Crédito



Fuente: Elaboración propia

El crédito y el PIB crecen casi en el mismo porcentaje durante los años de bonanza económica a excepción de la crisis de las empresas puntocom y de la crisis del año 2008, año en el cual empezó la crisis financiera. El PIB y el crédito remontaron después con unas tasas de crecimiento positivas en el año 2010. No obstante el crédito y el PIB vuelven a caer en el año 2012, acercándose a unas tasas de crecimiento negativo.

El papel del crédito en el crecimiento de la economía ha sido un campo analizado desde Schumpeter en el año 1991 en su teoría de las innovaciones, en la cual el autor habla del carácter esencial del crédito bancario para introducir algo totalmente nuevo en el mercado y así romper la estacionalidad que existe en la sociedad. Esta teoría insinúa la importancia del papel del crédito en la creación de fluctuaciones.

En un mundo schumpeteriano, el crédito bancario aumenta el ingreso monetario, que a su vez aumenta la demanda de productos de las antiguas industrias en relación con la oferta (BANERJEE, 2011). A medida que los beneficios aumentan, las antiguas industrias se expanden gracias a créditos bancarios (BANERJEE, 2011). Esto induce una segunda ola de crédito inflacionista (BANERJEE, 2011). El exceso de optimismo y la especulación genera un mayor boom (BANERJEE, 2011).

Después de un periodo de gestación, nuevos productos empiezan a aparecer en el mercado, desplazando del mercado a los antiguos (BANERJEE, 2011). Por una parte, a medida que la demanda por productos antiguos se reduce, las antiguas empresas contraen su producción, mientras que por otra parte, a medida que las empresas innovadoras comienzan a pagar los préstamos bancarios mediante sus beneficios, la oferta monetaria disminuye y los precios tienden a caer y los beneficios disminuyen (BANERJEE, 2011).

La depresión se produce cuando la incertidumbre y el riesgo aumenta, lo que conduce a una deflación de crédito (BANERJEE, 2011). La recuperación es provocada una vez más por un nuevo conjunto de empresas innovadoras y una nueva expansión en el crédito bancario (BANERJEE, 2011). Crédito y crecimiento muestran por lo tanto una casualidad bidireccional en la teoría de Schumpeter.

El vínculo entre las políticas de préstamos bancarios y los ciclos de crédito es un campo de investigación recurrente ya que se cree que la política conservadora de los bancos es un factor que tiene influencia sobre el crédito (BANERJEE, 2011). La variación de los precios de los activos que ofrecen los clientes modifican las políticas de préstamos. Los

precios de los activos están por lo tanto directamente relacionados con el estado de la economía y las condiciones de la demanda (KIYOTAKI and MOORE, 1997).

Kiyotaki y Moore analizan el problema de los contratos entre prestatarios y prestamistas, los cuales siempre se enfrentan a un riesgo de impago en un ambiente donde el valor de un proyecto no es conocido por el prestamista, lo cual hace que el valor de los préstamos esté limitado por el valor de la garantía (KIYOTAKI and MOORE, 1997). En tiempos de recesión, cuando el valor del activo disminuye las empresas tienen que reducir su demanda de préstamos y reducir la producción, lo cual a su vez empeora la recesión (KIYOTAKI and MOORE, 1997).

Las restricciones de crédito pueden amplificar los choques a la economía, dando lugar a fluctuaciones y siendo altamente pro-cíclicas.

Minsky presenta en el estudio 'Financial instability hypothesis', evidencia de la procíclicidad del crédito al mostrar que durante periodos prolongados de prosperidad la economía transita de relaciones financieras que hacen que el sistema sea estable, dominado por hedge funds, a relaciones financieras que hacen que el sistema sea inestable, participando en especulaciones y operaciones fraudulentas (P. MINSKY, 1992).

Si la capacidad de los bancos de asumir riesgo varía periódicamente con el tiempo, el volumen de crédito estará destinado también a tener altibajos. (P. MINSKY, 1992)

Interacción estratégica entre los bancos lleva a dos clases de comportamientos entre bancos, el de rebaño o el de mercado oligopolista en el cual los bancos más importantes lo dominan y acentúan los ciclos coyunturales (P. MINSKY, 1992). Esto trae a un primer plano la dependencia de la economía real de la estabilidad financiera (P. MINSKY, 1992).

Existen dos tipos de riesgos para el bienestar del sistema financiero:

En primer lugar, el riesgo real o potencial, que aumenta cuando la economía está en expansión y los bancos toman una posición excesivamente optimista e imprudente en la emisión de deuda (P. MINSKY, 1992). El riesgo potencial se convierte en riesgo real cuando la economía decrece y los beneficios decrezcan, lo cual tendrá efecto sobre la morosidad privada (P. MINSKY, 1992).

En segundo lugar, la inestabilidad financiera podría además derivar de una medición incorrecta de los riesgos (P. MINSKY, 1992). En 2001 los autores Borio, Furfine y

Lowe, los riesgos son subestimados en expansiones y sobreestimados en recesiones debido a la metodología insuficiente en la medición de los riesgos y su correlación con la morosidad de instituciones y prestatarios (BORIO, FURFINE, LOWE, 2008). Los bancos no logran incrementar sus provisiones en tiempos de auge económicos ni logran restringir el crédito en tiempos de recesión, contribuyendo a la prociclicidad del sistema financiero (BORIO, FURFINE, LOWE, 2008).

2.2.2. Balance de los bancos

Como hemos podido observar en la evolución del crédito de 1995 a 2012, el volumen de crédito ha tenido una tendencia creciente durante los diecisiete años, no obstante durante la crisis económica que comenzó en el año 2008, el volumen de crédito disponible para las PYMEs se ha reducido drásticamente.

Un factor que influye en la oferta de crédito por parte de los bancos es la deuda soberana, la cual ha ganado presencia en los balances de los bancos a partir del año 2008. La próxima gráfica muestra la exposición de los principales países de la Eurozona a la deuda pública soberana, medida como la cantidad de bonos soberanos nacionales en relación con Tier I en el año 2011.

Mientras que la exposición de los bancos de Francia e Irlanda es de aproximadamente el 45%, la exposición de los bancos de la periferia, Italia, Portugal y España esta cantidad oscila entre el 140%. Por lo tanto podemos observar como la exposición a la deuda soberana de algunos países de la eurozona es muy limitada frente a los países periféricos. La exposición de los bancos al riesgo soberano se ha convertido en una práctica normal, especialmente en países donde la deuda ha aumentado durante la crisis.

Figura xvii: Exposición de los bancos a bonos soberanos

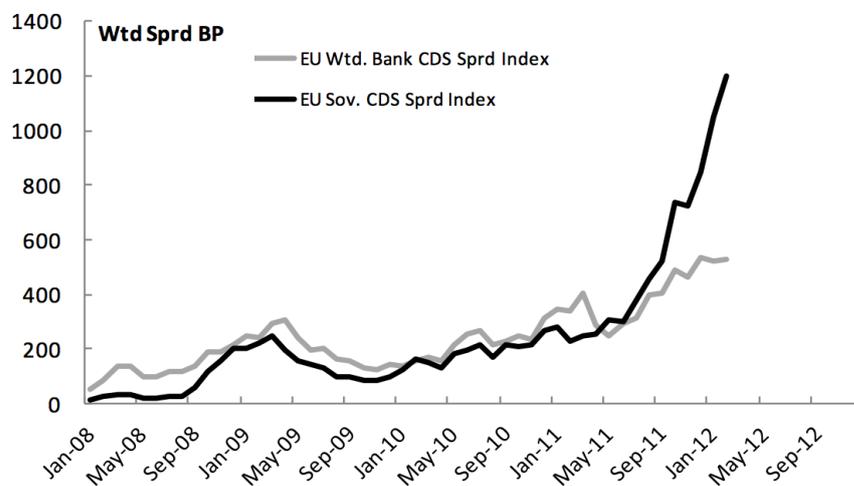
	<i>Francia</i>	<i>Grecia</i>	<i>Irlanda</i>	<i>Italia</i>	<i>Portugal</i>	<i>España</i>
<i>Francia</i>	49%	4%	1%	18%	2%	3%
<i>Irlanda</i>	-	-	42%	-	-	-
<i>Italia</i>	-	2%	-	161%	-	4%
<i>Holanda</i>	29%	-	-	-	1%	2%
<i>Portugal</i>	-	6%	3%	6%	130%	-
<i>Eslovenia</i>	19%	-	1%	-	-	-
<i>España</i>	-	-	-	5%	3%	152%

Fuente: Adaptado de OECD (2012)

Aquellos países, cuyos bancos tienen mayor cartera de bonos soberanos se enfrentan a una mayor refinanciación y por lo tanto a mayores dificultades. Como tal, podrían experimentar un mayor deterioro de su situación patrimonial, debido también a la coyuntura adversa, lo que reduciría su capacidad de proporcionar el crédito al sector privado (OECD, 2012).

Existe desde inicio de la crisis una clara correlación entre los CDS de los bancos y los CDS soberanos. Por lo tanto podemos observar como hay una clara correlación entre los CDS de los bancos y los CDS soberanos (BLUNDELL-WIGNALL, 2012).

Figura xviii : CDS Bancos y CDS Soberanos

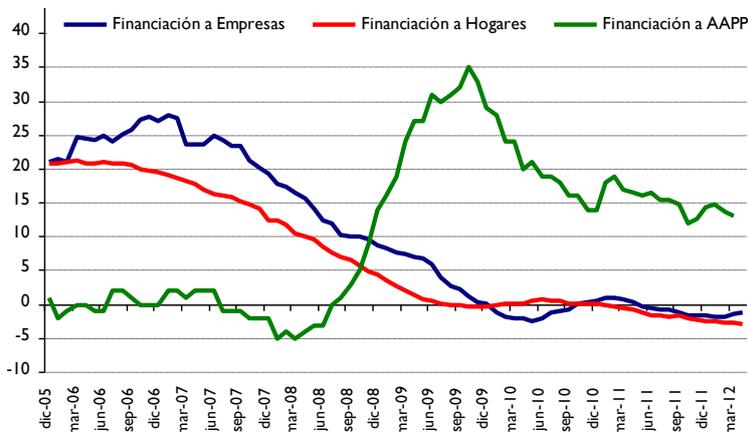


Fuente: OECD, Datastream (2012)

Se creó un vínculo entre ellos, puesto que los bancos eran asistidos por sus autoridades nacionales. El volumen de deuda soberana ha incrementado en el balance de los bancos según ésta iba creciendo lo cual enseña un claro círculo vicioso entre estos mercados y por lo tanto también preocupaciones sobre el impacto que podrían tener en los bancos y su volatilidad financiera (BBVA, 2013).

Como podemos observar además en el próximo gráfico, la tasa de variación del stock de crédito a empresas y hogares para España, la financiación a través de créditos a empresas en el año 2005 era superior al de las AAPP en casi 20 puntos porcentuales (CGRE, 2012).

Figura xix: Tasa de variación del stock de crédito - España



Fuente: CGRE (2012)

Por el contrario, en el año 2012, el crecimiento del crédito para financiar a las AAPP estaba casi 15 puntos porcentuales por encima del de las empresas. Durante siete años ha habido por lo tanto un cambio sustancial en la estrategia de los bancos de financiar actividades privadas a financiar al Estado, situando en una gran desventaja a las PYMES debido a la dependencia de los bancos hacia los gobiernos.

2.2.3. Regulación

Mientras que en tiempos de expansión, los gobiernos implementaban medidas para fomentar la financiación de actividades empresariales, en tiempos de crisis, los gobiernos han respondido a la crisis financiera y sobre los efectos de la crisis en la financiación de las PYMES con una variedad de instrumentos (COEURÉ, 2013).

La medida más popular consistía de programas de garantías de préstamos, que se expandieron sustancialmente durante el periodo de crisis, con la excepción de Irlanda. Los miembros de la Eurozona disponían de este programa que se intensificó durante la crisis en términos de volumen de garantías, de la cuota garantizada y del número de empresas elegibles (COEURÉ, 2013).

Además, otros instrumentos públicos se crearon para mejorar la financiación de las PYMES, que incluían préstamos directos, micro préstamos o garantías a la exportación (COEURÉ, 2013).

Estas medidas aplicadas en los países de la eurozona conllevaron un enorme coste para los presupuestos de las diferentes instituciones europeas y para los presupuestos nacionales, entre ellos algunos con costos importantes (COEURÉ, 2013).

Las tendencias en las políticas de Europa en los últimos años reflejan la disposición política por parte del continente de recuperar la estabilidad y el crecimiento económico. A nivel nacional algunos países han adoptado programas basados en modelos vigentes, otros países han establecido nuevas formas de apoyo estatal. Por lo tanto podemos observar que los diferentes países están empezando a reaccionar de manera diferente a la crisis (COEURÉ, 2013). Un ejemplo de esto lo encontramos en el ejemplo de Irlanda, en el año 2011, en el cual este país estableció metas de financiamiento para los bancos así como un Código de Conducta para la negociación de préstamos para las PYMEs (OECD, 2013).

De cara a la futura oferta de crédito, la Autoridad Bancaria Europea publicó en Septiembre del año 2012, un detallado análisis llamado “Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR” en el cual se definía el impacto estimado de una regulación bancaria sobre los préstamos a PYMEs y en particular la Directiva sobre requisitos de las provisiones de capital en la Unión Europea (EIB, 2012).

Desde una perspectiva microeconómica, los requisitos mínimos de capital y la exposición de los activos ponderados según el riesgo se pueden considerar factores determinantes para los bancos y sus incentivos para otorgar préstamos a las PYMEs (COEURÉ, 2013).

La cantidad del préstamo juega un papel importante al determinar el riesgo y por lo tanto las necesidades pertinentes de capital: Para préstamos de hasta 1 millón de Euros las PYMEs se benefician de una ponderación de riesgo menor, un 75%, en comparación con préstamos para empresas sin rating, cuya ponderación se sitúa en el 100% (COEURÉ, 2013). Por lo tanto la regulación actual trata de forma beneficiosa a préstamos por debajo de 1 millón de Euros, cuya mayoría es demandada por PYMEs (COEURÉ, 2013).

Sin embargo no existe un trato favorable a las PYMEs para préstamos de más de 1 millón de Euros, ya que sólo las compañías con un mejor rating, las cuales suelen ser empresas de gran tamaño, se benefician de menores ponderaciones de riesgo para créditos (COEURÉ, 2013).

Es importante destacar que para los bancos el uso de enfoques más sofisticados, ‘Internal ratings-based approaches’ para determinar el riesgo de crédito sigue favoreciendo a pequeñas y medianas empresas frente a grandes empresas (COEURÉ, 2013).

La Directiva sobre los requisitos de capital, CRD IV, conlleva una mejora significativa de la calidad y cantidad del capital. Se prevé implementar esta Directiva en el año 2019, la cual conllevará una mayor estabilidad financiera a largo plazo, aunque se estima que incrementará el coste de financiación. Además es probable que esto se vea reflejado en los tipos de interés cobrados a los clientes, incluyendo PYMEs (FFI, 2012).

Consciente de las implicaciones para las pequeñas y medianas empresas y con el objetivo de neutralizar el impacto de incrementar los requisitos mínimos de capital, los legisladores europeos han acordado incluir un factor específico de descuento para las PYMEs y su exposición al riesgo para créditos hasta 1,5 millones de Euros. Esta medida reduciría los requisitos de capital para PYMEs en una cantidad aproximada del 25% (COMISIÓN EUROPEA, 2013). El BCE apoya esta propuesta y la considera un instrumento importante que podría ayudar a mejorar el acceso a financiación de las PYMEs.

En una perspectiva a largo plazo la CRD IV también proporcionará un marco jurídico armonizado para una serie de herramientas macro-prudenciales (COEURÉ, 2013). El primer instrumento, diseñado para hacer frente el riesgo sistemático es la creación de reservas de capital, la cual se implementará a partir del año 2016. El objetivo principal de este colchón de capital es la de mejorar la capacidad de recuperación de los bancos en coyunturas adversas, cuando el sistema está en dificultades (COEURÉ, 2013). Esto ayudaría a los bancos a hacer frente a los efectos cíclicos y además poder asegurar la financiación a clientes también en recesiones (COEURÉ, 2013). Esto no obstante también implica que es necesario tener unas reservas de capital lo suficientemente altas para poder prestar a PYMEs en tiempos de crisis- mientras que este colchón de capital no sea lo suficientemente elevado para poder asumir pérdidas (COEURÉ, 2013).

Por último es necesario una reestructuración del mercado a través de nuevos instrumentos financieros para mejorar la financiación de las PYMEs (COEURÉ, 2013). Esta reestructuración crearía un mercado para bonos de titulización de activos, en el cual los activos serían los préstamos a pequeñas y medianas empresas (COEURÉ,

2013). Además apoyaría el renacimiento de este segmento del mercado, incrementando la transparencia y la confianza de los inversores (COEURÉ, 2013). Disponer de acceso a este instrumento de financiación a las PYMEs mejorará su capacidad de recuperación en ciclos económicos (COEURÉ, 2013). Las PYMEs, que se caracterizan por su tamaño relativamente pequeño y que además, debido a que la recolocación información sobre sus proyectos tiene un alto coste, tienen un acceso limitado a los mercados de capital (COEURÉ, 2013). En este contexto, los bonos de titulización ofrecen una oportunidad para los gestores de grandes fondos de inversión europeos, de canalizar recursos hacia las PYMEs (COEURÉ, 2013). En este sentido, ya se han puesto iniciativas en marcha, como por ejemplo la iniciativa ‘Prime Collateralised Securities’ la cual fue establecida para reforzar el mercado de bonos de titulización en Europa, como clave para la generación de crecimiento económico sólido y sostenible para la región (COEURÉ, 2013). La iniciativa está focalizada a mejorar la calidad, transparencia, sencillez y estandarización en este nuevo segmento del mercado.

La aplicación de reformas prudenciales podría además ayudar a revivir la utilización de los bonos de titulización (COEURÉ, 2013). Una iniciativa clave en este campo es el llamado proyecto Solvencia II para el sector seguros europeo, el cual tiene como objetivo nivelar los requisitos de capital con los riesgos que las compañías de seguros han tomado en sus inversiones (COEURÉ, 2013). En esta primera propuesta, que probablemente entre en vigor en 2016 y tenga una validez de 10 años, los requisitos de capital para ciertos productos incrementa significativamente y por lo tanto se reduce la disposición de las aseguradoras de asignar fondos en dichas clases de activos (POZUELO DE GRACIA, 2007).

La adecuación de las exigencias de capital en Solvencia II y su cohesión con los requisitos de capital de la directiva CRD IV están siendo actualmente revisadas por EIOPA, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, para intentar nivelar las condiciones de bancos y aseguradoras así como mejorar a largo plazo la financiación de la economía real a través de estos nuevos instrumentos (COEURÉ, 2013).

2.3 Influencia del color político en el crédito

El próximo capítulo tiene como objetivo determinar si el color político tiene una influencia sobre el volumen de crédito o si por el contrario la ideología política no tiene ninguna incidencia sobre el crédito a las PYMEs y son otras variables explicativas las que determinan su evolución en el periodo de análisis.

2.3.1 Marco teórico

Existen diferentes factores macroeconómicos que pueden determinar el volumen de crédito bancario. Además también este volumen se puede ver afectado mediante la regulación. Esta hipótesis se modeló explícitamente por Van den Heuvel en los años 2001 y 2002. En estos modelos, suponiendo que tanto el mercado imperfecto de capital bancario como los requerimientos de capital, muestra que cuando el capital se reduce a un nivel suficientemente bajo como resultado de un aumento en la tasa de morosidad, el banco reducirá los préstamos debido a los requisitos de capital y el coste de emisión de nuevo.

Además diferentes trabajos han analizado si el débil aumento del crédito podría estar relacionado con regulaciones bancarias, como por ejemplo la adopción de Basilea.

En el próximo modelo econométrico intentaremos determinar si la ideología política también tiene un efecto sobre el volumen de crédito y es por lo tanto determinante. Los valores ideológicos se conocen como los principios orientadores que funcionan como premisas para el comportamiento humano. Estos valores aparecen implicados en normas y reglas de conducta y se cristalizan en instituciones, incluso leyes y constituciones (TAPIA ROCHA, 2012). Por lo tanto también los sucesos económicos se pueden ver más o menos influenciados por la gestión política de éstos.

Además los éxitos o los fracasos económicos dependen de las leyes y decisiones administrativas, y estas dependen además de las fuerzas políticas, la cual depende críticamente de los valores e influencias ideológicas que terminan predominando en su mandato político (TAPIA ROCHA, 2012).

La ideología pues se concreta políticamente en el manejo del Estado y por lo tanto es interesante analizar si también en el clima de la oferta crediticia. Si por ejemplo existiese un clima en algún miembro de la Unión Europea que fuese abiertamente adverso a la iniciativa privada veríamos como los instrumentos políticos afectarían

gravemente a la inversión por parte de las pequeñas y medianas empresas y a la capacidad por el lado de los bancos de prestar dinero a iniciativas empresariales. Si por el contrario algún Estado de la Unión Europea fuese liberal, este país se basaría en la libertad del individuo, tanto en su rol de consumidor como de productor. El economista Bastiat presentó en su opúsculo ‘La ley’ al liberalismo como un instrumento civilizatorio y una palanca del bienestar.

Autores por lo tanto como Bastiat, los hermanos Marx o Adam Smith analizan el rol del Estado como impulsor o perturbador del orden natural de la economía.

Es por lo tanto que se nos plantea la cuestión de si el Estado tiene la suficiente influencia sobre jugadores en el mercado o si estos jugadores se ven afectados más significativamente por otros determinantes completamente independientes del Estado.

2.3.2 Análisis empírico

A) Metodología

a. Variables

En las próximas líneas explicaré los diferentes componentes, variables, que forman el análisis econométrico sobre el cual se analizará la hipótesis nula del trabajo.

i. Endógena

La variable endógena del análisis econométrico es el volumen de crédito medido mediante el crecimiento en puntos porcentuales calculado a través de las diferencias en los stocks de crédito. Estos datos datan a partir del año 1995 hasta el 2012 y se han obtenido mediante fuentes secundarias. Estos datos se extraen de la base de datos del Banco Central Europeo, el Statistical Data Warehouse. Esta variable endógena se denominará en el análisis *creccred*.

ii. De investigación

La variable de investigación es la ideología de los diferentes Estados miembro de la Unión Europea mediante el color de gobierno. Los datos de esta variable se han tomado analizando el color del gobierno de cada miembro de la Unión Europea durante el periodo analizado, a partir del año 1995 al 2012. El color se medirá a través de una escala del 1 al 6, siendo la escala con el valor 1 de ideología de derechas y con el valor 6 de gobiernos liberales:

- 1: Gobierno conservador
- 2: Gobierno democristiano y centro derecha
- 3: Gobierno centristas
- 4: Gobierno sociodemócrata
- 5: Gobierno eurocomunistas
- 6: Gobierno liberal

Además de esta variable hay otra con la cual se han agregado gobiernos con similares ideologías y que se llamará *agrecolor* y que tendrá una escala del 1 al 3, agrupando el 1 a los gobiernos conservadores y democristianos, agrupando el 2 al gobierno centrista y agrupando el 3 a los gobiernos socialdemócratas, eurocomunistas y liberales. Esta variable explicativa medirá la variación de la variable explicada, el volumen de crédito en función de la variación unitaria de la variable explicativa, el color del gobierno.

ii.1 Hipótesis de investigación

La hipótesis de investigación del análisis empírico es que la ideología del gobierno afecta a la facilidad de las PYMEs a acceder al crédito. Si esta hipótesis se cumpliera el parámetro que lo mide sería significativo, lo cual indicaría que esta hipótesis está basada en hechos empíricos.

Esta hipótesis se basa en los valores que los diferentes partidos políticos intentan transmitir a la sociedad y que van dirigidos a satisfacer sus valores ideológicos.

Mientras que los gobiernos más conservadores optarán por políticas de consolidación fiscal, los gobiernos de izquierdas optarán por facilitar el bienestar de todos los ciudadanos de ese determinado Estado. Este incremento del bienestar se reflejaría en la facilidad que otorga el Estado a los ciudadanos a desarrollarse empresarial y profesionalmente a través de medidas de apoyo implementadas por el gobierno.

iii. De control

Las variables de control que se determinan esenciales en la revisión bibliográfica son las siguientes variables explicativas del volumen de crédito:

- *PIB*: Los datos de del producto interior bruto de cada país de la Eurozona datan del año 1995 hasta el año 2012. Los datos se obtienen a través del Fondo Monetario Internacional y están en formato de la moneda doméstica medido en billones. El PIB se medirá a través de una variable logarítmica para mantener los incrementos o

decrementos de la función pero reducir la escala y eliminar un posible problema de heteroscedasticidad y además conseguir una varianza más homogénea. Esta variable logarítmica del PIB por lo tanto nos mediría la semielasticidad del volumen de crédito en función del PIB.

Además de esta variable stock habrá una variable flujo del PIB, medida en tasa de crecimiento de de t respecto al año anterior $t-1$ en porcentaje. Esta variable se denominará *crecpib_1*.

- *IPC*: Los datos de esta variable explicativa datan de los años 1995 a 2012. Los datos se obtienen a través del Fondo Monetario Internacional y están medidos según un índice. Además se incorporará una variable que mida el porcentaje de variabilidad entre cada año y se denominará *crecipc*.

- *Desempleo*: Los datos de la tasa de desempleo datan de los años 1995 a 2012 y se han recogido a través del Fondo Monetario Internacional. Además como con las otras variables macroeconómicas habrá una segunda variable de desempleo que mida el crecimiento durante los diferentes años de estudio. Esta variable se denominará *crecdesempleo*.

- *Deuda pública*: Los datos del porcentaje sobre el PIB de la deuda pública se han obtenido mediante la base de datos del Fondo Monetario Internacional. Además habrá una segunda variable que medirá la tasa de crecimiento en porcentaje.

Además de estas variables incorporamos variables explicativas para que midan la ideología política del gobierno en función además de otra variable dicotómica que recogerá si se han tomado o no, medidas supranacionales durante cada año del periodo analizado:

- *Política supranacional*: Esta variable dicotómica medirá el tener una característica específica, caeteris paribus. Por lo tanto medirá la diferencia en la variable explicada, el volumen de crédito, si se ha tomado o no una medida supranacional relacionada con la mejora en las condiciones de crédito o que incremente la facilidad de obtención de crédito.

b. Modelo: Metodología de Panel

Los datos de panel consisten en observaciones de corte transversal repetidas a lo largo del tiempo. Así pues, los datos panel combinan elementos de datos de corte transversal y de series temporales. Estos conjuntos de datos consisten en un conjunto de países encuestados repetidamente a lo largo del periodo de análisis de este trabajo, a partir del año 1995 hasta el año 2012.

El análisis empírico consiste por lo tanto de un grupo de variables de sección cruzada, que son los 27 países de la Unión Europea, que han sido observados durante un periodo de tiempo determinado de periodos. Este grupo de unidades transversales están denominados por la letra N , y con un número de periodos temporales T , que son los años de análisis, desde el año 1995 al 2012, 18 años. Este panel de datos es un panel no balanceado ya que el número de observaciones es diferente en el tiempo entre las unidades, en este caso los países. Esto significa que hay países en los cuales no hay observaciones para alguna variable explicativa durante el periodo de análisis. No obstante éstas se excluyen del análisis.

La primera etapa de la elaboración del modelo econométrico consiste de su especificación:

$$\text{Crecimiento volumen de crédito}_{t} = \beta_1 + \beta_2 \text{ crecimiento pib}_{t-1} + \beta_3 \text{ crecimiento ipc}_{t} + \beta_4 \text{ crecimiento desempleo}_{t} + \beta_5 \text{ crecimiento deuda pública}_{t} + \beta_6 \text{ agregado color}_{t} + \beta_7 \text{ política supranacional}_{t}$$

Este modelo se utilizará para analizar si el color del gobierno tiene efectos sobre el crecimiento del volumen de crédito.

La segunda etapa de la elaboración del modelo econométrico consiste de la estimación, en la cual se obtienen los valores numéricos de los coeficientes. Existen diferentes métodos de estimación:

1. Regresión agrupada (Pooled): Los valores de los diferentes países se juntan sin tener en cuenta diferencias individuales que podrían llevar a diferentes coeficientes. En este modelo se asumen por lo tanto que los coeficientes para todos los individuos durante todo el periodo de análisis son constantes y que por lo tanto no existe la posibilidad de heteroscedasticidad individual.

Esta regresión tiene suposiciones irrealistas ya que considera que hay una falta de correlación entre los errores del mismo individuo. Por ejemplo, si para un determinado nivel de PIB, IPC o color de gobierno el volumen de crédito del país es mayor que la media en un determinado año, también es probable que sea más elevado en otros años. Existiría por lo tanto una relación de heteroscedasticidad ya que los países durante su historia están relacionados.

2. *Efectos fijos*: Este modelo supone que el error (ϵ_{it}) se puede descomponer en dos partes, una fija y constante para cada individuo y otra aleatoria que cumple con los requisitos MCO (u_{it}), lo que equivale a obtener una tendencia general por regresión dando a cada individuo un punto de origen, ordenadas, distinto. En este modelo habría que estimar por lo tanto los coeficientes de forma separada.

3. *Efectos aleatorios*: Este modelo supone que los términos independientes forman parte del término error. Este modelo es el más eficiente ya que la varianza de la estimación menor por lo que es más exacto en el cálculo del valor del parámetro.

B) Resultados

a. Matriz de correlaciones

Para detectar si existe un problema de multicolinealidad primero se elabora a través del programa Gretl una matriz de correlación entre las variables explicativas, que medirá y mostrará si hay una interdependencia en relaciones asociadas o entre cada pareja de variables y todas al mismo tiempo. La relación de cada pareja podrá tomar valores del 0 al 1, siendo un valor cercano al 1 indicador de multicolinealidad:

Figura xx: Matriz de correlaciones

	<i>crec. credito</i>	<i>crec. pib</i>	<i>crec. ipc</i>	<i>crec. desempleo</i>	<i>crec. deudapub/pib</i>	<i>pol.supra</i>	<i>agreg.color</i>
<i>crec. credito</i>	1,000	0,410	0,006	0,356	0,019	0,068	0,006
<i>crec. pib</i>		1,000	0,130	0,623	0,013	0,096	0,043
<i>crec. ipc</i>			1,000	0,054	0,095	0,171	0,051
<i>crec.desemp</i>				1,000	0,011	0,012	0,009
<i>crec.deudapib</i>					1,000	0,004	0,021
<i>pol.supra</i>						1,000	0,049
<i>agreg.color</i>							1,000

Elaboración propia

Como podemos observar en la matriz de correlación entre las variables explicativas del modelo no existe una multicolinealidad debido a que los valores están cerca de 0. El valor que más se acerca a 1 y por lo tanto a tener una relación de multicolinealidad es la variable explicativa del crecimiento PIB con la variable explicativa crecimiento de desempleo, no obstante este valor todavía es lejano a 1.

b. Modelo

Para decidir qué método de estimación utilizamos para el modelo econométrico, hay que analizar el modelo a través de los resultados del Contraste de Breusch-Pagan y el Contraste de Hausman:

Contraste de Breusch- Pagan:

Hipótesis nula: Varianza del error específico de la unidad = 0

Estadístico de contraste asintótico: Chi-cuadrado (1)= 10,1921 con valor p= 0,001410

El contraste de Breusch-Pagan es una prueba que consiste en realizar la regresión auxiliar $indep_{it} = dep_{it} + u_i + e_{it}$. La hipótesis nula es $Var(u_i) = 0$ con una χ^2 de contraste. Si el valor de este contraste es alto, lo cual se considera si el p-valor es menor de 0,05, la hipótesis nula se rechaza y es mejor escoger un análisis empírico a través de efectos fijos o aleatorios, no a través de la regresión agrupada (pooled).

El contraste de Hausman para este modelo es:

Contraste de Hausman:

Hipótesis nula: Los estimadores de MCG son consistentes

Estadístico de contraste asintótico: Chi-cuadrado(5)=5,9725 con valor p=0,308904

El contraste de Hausman compara las estimaciones del modelo de efectos fijos y el de efectos aleatorios. Si no se encuentran diferencias sistemáticas, se acepta la hipótesis nula de igualdad, se obtiene un valor de prueba bajo y un p-valor alto, mayor de 0,05 y por lo tanto se eligen los efectos aleatorios.

Al estimar el modelo a través de los efectos aleatorios obtenemos los siguientes resultados a través del programa econométrico Gretl:

Figura xxi: Resultados modelo econométrico

	<i>Coeficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>t-Valor</i>	<i>p-Valor</i>	
<i>constante</i>	-0,0098	0,0275	-0,3583	0,7204	
<i>crecpib_1</i>	0,1071	0,0561	1,909	0,0571	*
<i>crecipc</i>	0,8895	0,2671	3,329	0,001	***
<i>crecdesempleo</i>	-0,1907	0,0264	-7,221	3,32E-12	***
<i>polsupra</i>	0,0367	0,0212	1,733	0,084	*
<i>agrecol</i>	0,0072	0,0059	1,214	0,2255	

Elaboración propia

Las variables explicativas $crecpib_{t-1}$ (crecimiento del PIB en $t-1$) y $polsupra_t$ (política supranacional) son significativas al 10%. Las variables explicativas $crecipc_t$ y la variable $crecdesempleo_t$. La variable $agrecol_t$ que mide una posible influencia de la ideología del gobierno sobre el crédito no es significativa. Además esta variable explicativa tiene un p-valor de 0,2255 el cual se sitúa cerca de un p-valor significativo por lo que podemos concluir que el efecto de la ideología del gobierno no es significativo pero que podría tener alguna incidencia sobre la variable explicada.

De los resultados de la estimación se pueden concluir las siguientes interpretaciones:

- Si la tasa de crecimiento del PIB en $t-1$ aumenta una unidad, un punto porcentual, el crecimiento del crédito aumenta un 0,1071 puntos porcentuales.

A mayor producción de bienes y servicios, mayor la demanda de financiación para poder continuar con la expansión y con las actividades productivas. Además, a mayor tamaño del país por lo tanto, mayor es su volumen de crédito, no van a disponer por ejemplo del mismo volumen de crédito Alemania y Francia que Chipre o Malta.

- Si la tasa de crecimiento del IPC aumenta una unidad, un punto porcentual, el crecimiento del volumen de crédito aumenta en 0,8895 puntos porcentuales. El IPC mide la evolución del conjunto de precios de los bienes y servicios que consume la población residente, parece por lo tanto lógico que al encarecerse los servicios dentro del país de análisis las empresas tengan que aumentar su financiación para hacer frente a este incremento de precios.

- Si la tasa de crecimiento de desempleo aumenta una unidad, un punto porcentual, el crecimiento del volumen de crédito disminuye en 0,1907 puntos porcentuales.

El aumento en la tasa de desempleo equivale a menos personas trabajando, lo cual se debe principalmente a la desaparición de empresas y por consecuencia a menor demanda de financiación, ya que el tejido empresarial se reduce.

- Si se toma una medida política supranacional, el crecimiento del volumen de crédito aumentará un 0,0367 puntos porcentuales.

Las medidas tomadas por el BCE y por instituciones de la Comisión Europea tenían como finalidad aumentar la liquidez de financiación para las PYMEs a través de inyecciones de capital y apoyando planes empresariales. Este objetivo por lo tanto parece haber sido cumplido por estas instituciones, ya que han conseguido a través de estas políticas aumentar el crecimiento del crédito.

- A medida que los gobiernos son más de izquierdas, el volumen de crédito aumentará un 0,0072 puntos porcentuales pero esta variable explicativa no es significativa.

Gobiernos denominados más de izquierdas tendrán una mayor propensión a aumentar el bienestar social que gobiernos de derechas y por lo tanto tenderán a asegurar la posibilidad de financiación de sus agentes privados. No obstante la situación macroeconómica vivida en Europa no ha sido a nivel país por lo que parece que los gobiernos han tenido poco que decir en las políticas financieras y monetarias que había que tomar ya que todos han seguido la misma dirección marcada por el BCE, independientemente del color político.

3. Conclusiones y Limitaciones

En este trabajo se ha examinado la evolución del volumen de crédito en los países miembro de Europa desde el año 1995 hasta el 2012 y como las diferentes variables de control han afectado durante este periodo de análisis la posibilidad de financiación de las PYMEs. Hemos podido observar además como las condiciones de financiación han empeorado a medida que las expectativas de crecimiento se enfriaban y la euforia inicial de pertenecer a una Unión Monetaria se iban diluyendo y daban paso a carencias estructurales que han tenido un papel fundamental en el desarrollo y la situación de determinados países durante la crisis. Estas carencias estructurales parecen dividir a Europa en dos partes, en países periféricos y en países nórdicos. Mientras que los países periféricos aumentaron su volumen de crédito durante los primeros años del periodo de análisis, en los cuales reinaba un periodo de expansión, también han sido estos países periféricos los que más han sufrido el desapalancamiento de sus bancos y por consecuencia los que más han sufrido la negativa por parte de los bancos para dar préstamos a las PYMEs y a sus agentes privados.

Son además de los países periféricos aquellos bancos que más han sufrido las elevadas tasas de morosidad o aquellos que más se han tenido que fusionar o estatizar para poder proseguir con sus actividades. Esto se ha visto en sus balances y en la reducción del volumen de préstamos a pequeñas y medianas empresas aún contando con políticas y ayudas supranacionales para incentivar su actividad prestataria.

Además de explicar el desarrollo del volumen de crédito en la Eurozona, el propósito de este trabajo también era identificar si la ideología política de los gobiernos es un criterio significativo que influye en el volumen de crédito. Después de haber desarrollado el modelo econométrico podemos destacar las siguientes conclusiones:

Primero cabe mencionar que las variables significativas que tienen un impacto sobre nuestra variable explicada, el crecimiento en el volumen de crédito, son el crecimiento del PIB en $t-1$, el crecimiento del IPC, el crecimiento de la tasa de desempleo y por último las políticas supranacionales:

El crecimiento del PIB en $t-1$ afecta al crecimiento de la variable explicada, haciendo que el crecimiento del volumen de crédito aumente un 0,1071%.

La variable explicativa del IPC también tiene un efecto directo sobre el crecimiento del volumen de crédito, haciendo que por cada incremento del IPC, la variable explicada

aumente un 0,8895%. Por último también el que haya habido una política supranacional en el año t también afecta al volumen de crédito, incrementándolo en un 0,0367%.

Sin embargo, no se verifica la sospecha que la ideología del gobierno afecte al volumen de crédito a las PYMEs, lo cual se observa mediante la variable *agrecol*. Esta variable explicativa afecta algo al volumen de crédito, ya que a medida que los gobiernos son de una ideología más de izquierda, el volumen de crédito aumenta un 0,0072%, pero el efecto que tiene sobre la variable explicada no es significativo.

Es importante además tener en cuenta el periodo de análisis de este estudio econométrico ya que es un periodo de una enorme expansión y de una recesión económica sin precedentes, por lo que las variables explicativas se han podido ver afectadas por este entorno y por presiones diferentes a las recogidas en la literatura. Este puede ser el caso por ejemplo de la variable explicativa de la ideología del gobierno. En este periodo de recesión los gobiernos de los países miembro de la Eurozona han tenido que adoptar medidas para conseguir estimular la economía, medidas para reducir el gasto público o medidas para asegurar el crédito a los agentes privados. Por lo tanto parece que la autoridad europea, personificada en el BCE y en las instituciones europeas han podido marcar de forma más estricta el camino a seguir por los gobiernos y no los gobiernos en sí apoyados en sus ideologías y creencias.

4. Bibliografía

Adrian BLUNDELL-WIGNALL (2012): Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe ; <http://www1.oecd.org/finance/public-debt/49481502.pdf>

Bank for International Settlements; Benoît COEURÉ (2013): SME financing, market innovation and regulation; <http://www.bis.org/review/r130412a.pdf>

BBVA Research Analyst (2013): De la recuperación bancaria a la recuperación del crédito;
http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131212_IESE_ReestructyCredito_tcm346-415677.pdf?ts=1432014

BCE (2009): Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE);
<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

BCE (2012): Verbatim of the remarks made by Mario Draghi;
<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

Claudio BORIO and Craig FURFINE and Philip LOWE (2008): Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options;
<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf>

COMISIÓN EUROPEA (2010): SME Finance Forum; Bruselas;
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/conclusions_sme_finance_forum_en.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2013): 2013 SMEs' Access to Finance survey;
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2013): 2013 SBA Fact sheet – Germany;
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/germany_en.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2013): 2013 SBA Fact sheet- France;
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/germany_en.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2013): Access to finance for SMEs in the euro area, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/european-surveys/ecb-surveys/index_en.htm

COMISIÓN EUROPEA and EIB (2012): Supporting small and medium-sized enterprises in 2012; http://www.eib.org/attachments/documents/sme_joint_report_2012_en.pdf

COMISIÓN EUROPEA (2013): Delegated and Implementing Acts under CRR / CRD IV; http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/acts_en.htm#rts

CREDIT SUISSE (2013): European Strategy and Trades; <https://plus.credit-suisse.com/researchplus/ravDocView?docid=sigqkA>

CREDIT SUISSE (2013): Financial resilience, economic weakness; https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&source_id=csplusresearchcp&document_id=1014469371&serialid=xNgPTxbULduMHw8NYTCqr8Hq4NR%2f%2fWS12RCEzTiSayI%3d#view=FitH&toolbar=1

Domingo J. GARCÍA COTO (2013): Desapalancamiento y Crecimiento; [file:///Users/anavalero/Downloads/Presentacion_Desapalancamiento_FEF_Version_Completa_24Ene_2013%20\(3\).pdf](file:///Users/anavalero/Downloads/Presentacion_Desapalancamiento_FEF_Version_Completa_24Ene_2013%20(3).pdf)

EIB (2012): Una nueva forma de utilizar los Fondos Estructurales de la UE para fomentar el acceso a la financiación de las PYME por medio de fondos de cartera; http://www.eib.org/attachments/thematic/jeremie_leaflet_2012_es.pdf

EIB (2012): Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR; <http://www.eurofinas.org/uploads/documents/policies/PRUDENTIAL/EBA-SME-Report.pdf>

Emiliano POZUELO DE GRACIA (2007): Solvencia II: Capital Económico en Aseguradoras; http://www.aefin.es/AEFIN_data/articulos/pdf/C16-4_818995.pdf

EXPANSIÓN (2013): La prima cae a mínimos de un año y el interés del bono a niveles de 2010; Madrid; <http://www.expansion.com/2013/03/08/mercados/1362733675.html>

FFI (2012): Impact of regulatory reforms on SME loans;
https://www.fkl.fi/en/material/publications/Publications/Financial_Market_Overview_1_2012.pdf

Fundación de Estudios Financieros; CRESPO CRECIENTE (2013): Patrones financieros para PYMEs en expansión

Hyman P. MINSKY (1992): The Financial Instability Hypothesis;
<http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>

Informe Mensual LA CAIXA (2012): Dimensión de la empresa española
Fundación de Estudios Financieros; Rodriguez Quejido (2013): Hacia un sistema financiero español mas equilibrado - El papel de los mercados de valores

Jose Luis TAPIA ROCHA (2012): Como afecta la ideologia en la empresarialidad en el Perú; <http://www.slideshare.net/JoseTapia3/como-afecta-la-ideologia-en-la-empresarialidad-en-el-per>

Krittika BANERJEE (2011): Credit and growth cycles in India;
<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Publications/PDFs/22WPN020112.pdf>

Mc Graw- Hill; Carlos GUINOT (2013): Gestion Finaciera

Nobuhiro KIYOTAKI and John MOORE (1997): Credit cycles;
http://econweb.ucsd.edu/~grondina/pdfs/Econ211_KiyotakiMoore1997.pdf

OECD (2012): Financing SMEs and Entrepreneurs 2012;
<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/26627.pdf>

OECD (2013): Financing SMEs and Entrepreneurs 2013;
http://www.oecd.org/cfe/smes/Scoreboard_2013_extract_chapter2.pdf

Simon KENNEDY and Jeff BLACK (2014): Draghi's 'Whatever It Takes' Still Works as Euro Revives; <http://www.bloomberg.com/news/2014-01-10/draghi-s-whatever-it-takes-still-works-as-euro-revives.html>

SME AND BANKERS (2000): Third round table of bankers and SME's - Final Report;
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/rt3_en.pdf

Stephen GANDEL (2010): Will the Fed's \$600 billion plan be big enough to revive the economy?; <http://business.time.com/2010/11/03/will-the-feds-600-billion-plan-be-big-enough-to-revive-the-economy/>

UEAPME (2013); The EU Craft and SME Barometer 2013/H2;
http://www.ueapme.com/IMG/pdf/131017_Barometer_2013H2_final.pdf

VAN DEN HEUVEL (2007): The Bank Capital Channel of Monetary Policy';
http://www.frbatlanta.org/news/CONFEREN/07creditchannels/07CC_vandenheuvel.pdf

VAN DEN HEUVEL (2002): Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission?;
<http://newyorkfed.org/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>