

Rafael Doménech Vilariño\*

Santiago Fernández de Lis Alonso\*\*

Macarena Ruesta Baselga\*\*

## TENDENCIAS RECIENTES EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA A LA EMPRESA ESPAÑOLA

*En este artículo analizamos las tendencias recientes en la financiación bancaria a las empresas españolas antes, durante y en la salida de la crisis. La recuperación económica en España requiere un proceso de desapalancamiento que no es incompatible con flujos crecientes de nuevo crédito a actividades rentables. La dualidad del sistema productivo, un sistema bancario reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración y las políticas del Banco Central Europeo permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por restricciones crediticias. A pesar de los importantes avances que se han producido durante los últimos trimestres, existe un amplio margen de maniobra para seguir mejorando y diversificando las fuentes de financiación empresarial, mediante una evaluación continua y el rediseño constante de todas aquellas medidas destinadas a mejorar los instrumentos existentes y desarrollar otros nuevos.*

**Palabras clave:** crédito, empresas, sistema bancario.

**Clasificación JEL:** G21.

### 1. Introducción

En este artículo analizamos las tendencias recientes en la financiación bancaria a las empresas españolas. La evidencia muestra claramente tres etapas bien

diferenciadas desde los primeros años de la década pasada. La primera, anterior a la crisis, se caracterizó por que el crecimiento del PIB estuvo acompañado por un fuerte aumento del crédito, muy por encima de lo que se observaba en otros países de nuestro entorno, que se destinó de manera muy significativa hacia sectores con bajo crecimiento de la productividad y escasa actividad exportadora. El resultado fue un crecimiento económico elevado pero sobre unas bases débiles e insostenibles a medio y largo plazo.

---

\* BBVA Research y Universidad de Valencia.

\*\* BBVA.

Los autores agradecen los comentarios y la ayuda de A. García y J. F. Izquierdo.

La segunda etapa corresponde al ajuste como consecuencia de la crisis, entre 2009 y 2013. Durante ese período confluyeron factores de oferta y demanda, pero han sido fundamentalmente estos últimos los que han dominado. Como resultado de este proceso, la ratio de endeudamiento empresarial disminuyó significativamente desde un importe equivalente al 90 por 100 del PIB hasta niveles por debajo del 60 por 100 en la actualidad, todavía por encima de lo observado en el conjunto de la eurozona. Por su parte los tipos de interés han disminuido hasta situarse claramente por debajo de los niveles observados durante 2006 y 2007, a pesar del importante aumento de la morosidad empresarial y del consiguiente repunte de las primas de riesgo. La última etapa está marcada por la estabilización y recuperación del flujo de nuevas operaciones de crédito, consecuencia de la reciente recuperación económica, el proceso de reestructuración del sistema bancario español y una política monetaria más expansiva por parte del Banco Central Europeo (BCE).

Tras repasar en el segundo apartado esta evidencia sobre la evolución de la financiación bancaria durante la crisis económica, los cambios en las fuentes de financiación de las empresas y los efectos asimétricos en función de su tamaño de las empresas, en el tercer apartado se analizan las condiciones para que la salida de la crisis no se vea ahogada por restricciones crediticias, en lo que se han venido a denominar *creditless recoveries*<sup>1</sup>. Estas recuperaciones, más frecuentes después de burbujas inmobiliarias y financieras, se caracterizan por un crecimiento muy inferior a las recuperaciones normales, y afecta en mayor medida a los sectores más dependientes de la financiación externa y a la inversión. Justo lo contrario de lo que necesita la economía española durante los próximos años.

La recuperación económica requiere un proceso de desapalancamiento de las empresas más endeuda-

das, compatible con la provisión de nuevo crédito a actividades económicas rentables y en crecimiento. Como argumentamos en este artículo, es precisamente el flujo de nuevas operaciones de crédito el que está relacionado con la producción y la creación de empleo. Aunque la situación actual dista de ser óptima, afortunadamente la dualidad del sistema productivo —con una proporción elevada de empresas con capacidad para endeudarse y un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración— y las políticas del BCE permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que el proceso de reducción de la deuda por parte de las empresas se vea simultáneamente acompañado por una financiación adecuada del crecimiento económico. Al menos para aquellas empresas en las que debe basarse este crecimiento y evitando volver a los excesos cometidos en el pasado. El crecimiento a medio y largo plazo de la economía española debe fundamentarse en bases más sólidas que las observadas en la década anterior, lo que exige, entre otras muchas características, que el crecimiento sea menos intensivo en el endeudamiento de las empresas, que este último se encuentre adecuadamente diversificado, y que la financiación se destine a actividades productivas y facilite el crecimiento de su tamaño y su internacionalización.

Para alcanzar estos objetivos, en el cuarto apartado se discuten las mejoras de los instrumentos existentes de financiación bancaria y no bancaria de las empresas, centrándonos en las líneas de financiación del ICO y de los avales de las Sociedades de Garantía Recíproca, las modificaciones de la Ley Concursal, las propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pymes que se incluyen en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, o las mejoras del Mercado Alternativo Bursátil, del Mercado Alternativo de Renta Fija y del mercado de titulizaciones.

En el quinto y último apartado presentamos las principales conclusiones de este artículo.

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, ABIAD, DELL'ARICCIA y LI (2011) y CALVO, IZQUIERDO y TALVI (2006).

## 2. La crisis y sus efectos en la financiación de la empresa española

Una característica relevante de la expansión económica observada en España durante los primeros años de la década pasada, es que estuvo acompañada por un fuerte aumento del crédito, como consecuencia de unas condiciones de financiación extremadamente laxas. Tipos de interés reales muy bajos o incluso negativos, expectativas de elevado crecimiento real e infravaloración del riesgo, tanto por la demanda como por la oferta de crédito, incentivaron el endeudamiento excesivo de un porcentaje elevado de empresas y economías domésticas. Así, la financiación a los hogares se concentró en la financiación de la adquisición de vivienda, alcanzando los niveles máximos de crecimiento durante los años 2004, 2005 y 2006 con un crecimiento medio interanual del 24 por 100.

Por su parte, la financiación a empresas se destinó de manera muy significativa hacia sectores con escasa actividad exportadora. Así, la financiación recibida por las actividades relacionadas con construcción e inmobiliaria creció por encima del agregado del crédito a actividades productivas, observándose las mayores diferencias entre los años 2003 y 2006. En el Gráfico 1 se han representado las tasas de crecimiento del crédito total a empresas y del que se excluye la construcción y las actividades inmobiliarias. Hasta 2007 las diferencias fueron crecientes, alcanzando máximos en el entorno de los 12 puntos porcentuales lo que elevó el crédito a estos sectores desde un 25 por 100 del total del crédito empresarial, en el año 2000, hasta casi un 50 por 100, en el año 2007. Solo a partir de 2008 la tasa de crecimiento del crédito a estos sectores empezó a ser menor que la del crédito total.

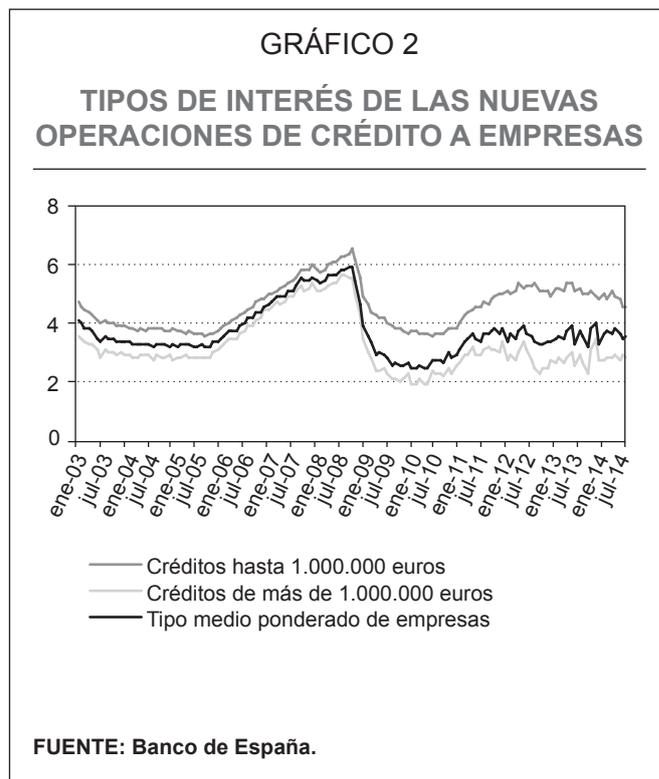
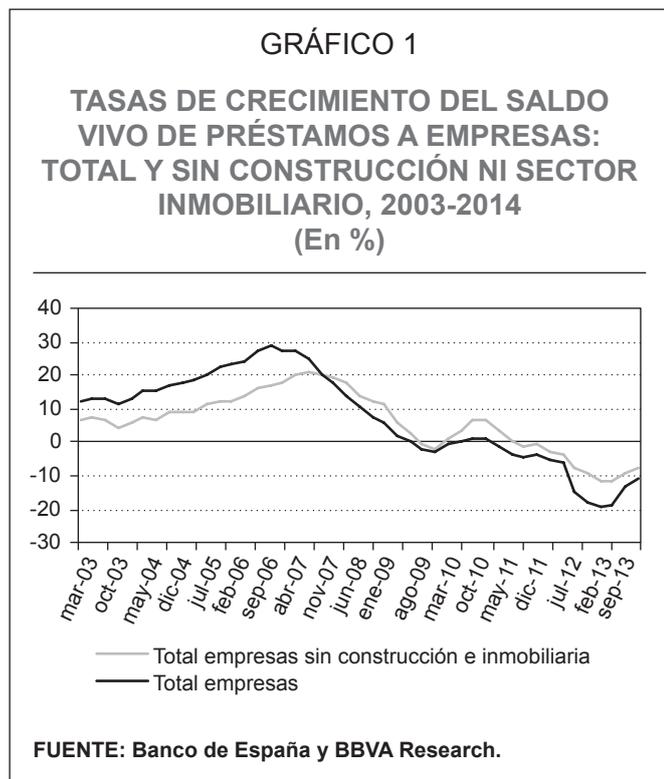
Esta dinámica se tradujo en un elevado crecimiento económico caracterizado por un reducido aumento de la productividad, un déficit de la balanza por cuenta corriente, que llegó a alcanzar el 10 por 100 del PIB en 2008, y un endeudamiento interno y externo creciente sobre una senda claramente insostenible. Estas

necesidades crecientes de financiación del sector privado durante la época de expansión se canalizaron sin problemas a través del sistema bancario, que se financió en los mercados mayoristas europeos a tipos muy bajos, colocando cédulas y titulizaciones respaldadas en su mayoría por préstamos vinculados al sector de la vivienda.

Durante los últimos años de la expansión económica empezaron a cambiar las condiciones de financiación. Tras las subidas de 175 puntos básicos (pb) de los tipos de interés por parte del BCE durante 2006 y 2007, y su consiguiente traslación a los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a empresas, representados en el Gráfico 2, se empezaron a observar los primeros síntomas de una desaceleración de la demanda de vivienda, que se tradujo a su vez en una desaceleración del crédito al sector inmobiliario, tal y como se observa en el Gráfico 1. A mediados de 2007, el sector de la vivienda mostraba ya un claro deterioro de sus expectativas de actividad futura. Este cambio de expectativas terminó coincidiendo en el tiempo con los primeros síntomas de la crisis del mercado *subprime* en EE UU, que desembocaría un año más tarde en la quiebra de Lehman Brothers y el colapso de los mercados financieros mundiales.

La rápida y contundente respuesta de los bancos centrales de las principales economías fue insuficiente para evitar el hundimiento del comercio internacional, con la consiguiente disminución de las exportaciones. Por su parte, la intensa caída de las expectativas y de la confianza de las empresas y las economías domésticas dio lugar al desplome de la inversión privada y, en menor medida, del consumo.

En estas circunstancias, la crisis cambió los patrones de comportamiento de las empresas españolas. A partir de este momento, las empresas no sólo redujeron de manera importante sus planes de inversión sino que también disminuyeron, por razones de demanda y oferta, su recurso a la financiación ajena, lo que llevó a reducir notablemente la financiación de las sociedades no financieras españolas (véase Ayuso, 2013). Durante



2008 y 2009, el ajuste fue tan importante que desde el año 2010 las empresas españolas empezaron a mostrar capacidad de financiación, lo que refleja que las decisiones de inversión adoptadas se limitaron al ahorro generado anualmente, una parte del cual además tuvo que usarse para devolver parte de los pasivos financieros adquiridos durante la época de expansión.

Los factores por el lado de la demanda fueron básicamente dos. El primero tiene que ver precisamente con la caída de la inversión y consumo privados, de manera que empresas y economías domésticas demandaban menos financiación externa ante una menor actividad. El segundo factor fue que las expectativas de un menor crecimiento económico redujeron la tasa interna de rentabilidad de los proyectos de inversión, de manera que con idénticas condiciones de oferta de crédito y de valoración del riesgo, una menor cantidad de solicitudes de crédito resultaban solventes y, por lo tanto, elegibles. Es decir, la calidad de la demanda se vio afectada negativamente por la situa-

ción económica general, con la consiguiente disminución de la cantidad de crédito y el aumento de las primas de riesgo. Conviene destacar que la caída de la demanda por la menor actividad agregada reduce el crédito y disminuye el tipo de interés, mientras que la menor calidad de la demanda también disminuye el crédito pero aumenta el tipo de interés.

Por su parte, los factores por el lado de la oferta fueron variados, pero todos ellos han reducido el crédito y aumentado los tipos de interés. Primero, un aumento del coste de financiación por el aumento de las primas de riesgo. Segundo, los problemas de liquidez (y en algunos casos de solvencia) que ha sufrido durante la crisis una parte significativa del sistema financiero español. Tercero, que la valoración del riesgo, como suele ser habitual en las fases contractivas, se tensió como consecuencia de la crisis económica y la incertidumbre, de manera que los criterios de concesión se endurecieron. Cuarto, la incertidumbre regulatoria y los requisitos de más capital han desincentivado la

concesión de crédito. Por último, la reestructuración bancaria provocó la desaparición de un buen número de proveedores financieros para muchas empresas, que se vieron en la necesidad de buscar financiación en otras entidades bancarias. Dado el reducido tamaño de buena parte de estas entidades, en muchos casos autónomos, y la escasa información financiera de muchas de ellas, se produjo un problema de información asimétrica entre demanda y oferta de crédito.

Resulta difícil estimar la importancia cuantitativa de los factores de oferta y demanda en la fuerte contracción del saldo vivo de crédito, que se empieza a observar a partir de la segunda mitad de 2009, tal y como muestra el Gráfico 1. En su *Global Financial Stability Report* de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional ha estimado que los factores de demanda fueron mucho más importantes (más del doble) que los de oferta entre 2008 y 2010, y aproximadamente iguales (y más reducidos) a partir de 2011.

Este resultado es consistente con el comportamiento de los tipos de interés que se observa en el Gráfico 2. Desde finales de 2008 a principios de 2010 se produce una fuerte disminución del crédito y de los tipos de interés de las nuevas operaciones (de unos 350pb), lo que indica que dominaron los factores de demanda. A lo largo de 2010 siguió disminuyendo el crédito pero los tipos de interés aumentaron unos 100pb, como consecuencia del aumento de la prima de riesgo de España y la crisis bancaria, lo que parece indicar un peso mayor de los factores de oferta. Esta situación se estabiliza en 2012 y a partir de la segunda mitad de 2013, como veremos a continuación, se empiezan a recuperar lentamente los flujos de nuevas operaciones de crédito y, más recientemente, se produce una disminución de los tipos de interés. Esta evidencia indica que la reestructuración del sistema bancario español y las políticas del BCE dan lugar a un *shock* de oferta positivo en el mercado de crédito, de manera más clara a lo largo de 2014.

Sobre la reestructuración bancaria y sus efectos, Martínez (2014) ha estimado que el impacto agregado

y directo de la misma sobre el crédito de las sociedades no financieras fue en torno a unos 0,4 puntos porcentuales del *stock* de crédito total entre septiembre de 2012 y noviembre de 2013. No obstante, como el propio autor comenta, esta estimación no tiene en cuenta los efectos indirectos positivos del saneamiento, reestructuración y recapitalización del sector a través de una mejora de la confianza de los mercados internacionales, de la prima de riesgo y del acceso a la financiación del conjunto del sistema bancario.

Para analizar con más detalle la relación del saldo vivo de crédito ( $S$ ) con la actividad económica es necesario realizar la siguiente descomposición:

$$S_t = F_t - A_t + S_{t-1} \quad [1]$$

en donde  $F_t$  es el flujo de nuevas operaciones de crédito y  $A_t$  las amortizaciones. A partir de la expresión anterior resulta fácil comprobar que la tasa de crecimiento del *stock* de crédito viene determinada por la diferencia entre el flujo de nuevas operaciones de crédito (cuya correlación con el crecimiento del PIB es mayor que la del *stock* de crédito, tal y como argumenta Doménech, 2013) y las amortizaciones sobre el *stock* de crédito al inicio del período:

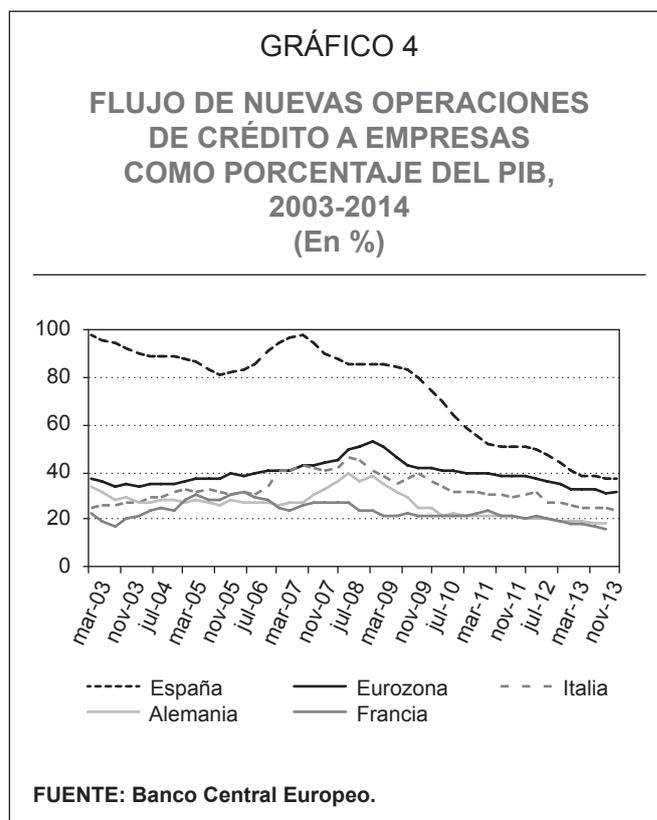
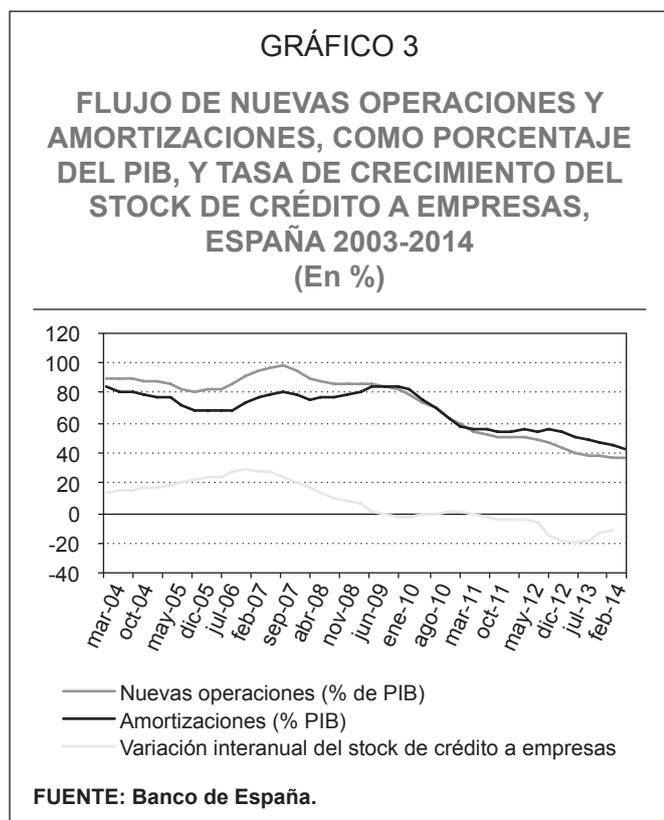
$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{F_t}{S_{t-1}} - \frac{A_t}{S_{t-1}} \quad [2]$$

que también puede expresarse en términos de porcentajes respecto al PIB:

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \cdot \frac{S_{t-1}}{PIB_t} = \frac{F_t}{PIB_t} - \frac{A_t}{PIB_t} \quad [3]$$

En la medida que el *stock* de crédito sobre el PIB es siempre positivo, el signo de la tasa de crecimiento de ese *stock* viene determinado por la diferencia entre la participación del flujo de nuevas operaciones de crédito y de las amortizaciones sobre el PIB.

En el Gráfico 3 se han representado ambos componentes de la tasa de crecimiento del saldo vivo de crédito. Hasta el 2009 la tasa de crecimiento fue po-



sitiva porque el flujo de crédito era muy superior a las amortizaciones. De hecho, las nuevas operaciones de crédito suponían entre un 80 y un 100 por 100 del PIB, muy por encima del promedio de la eurozona (entre el 30 y 40 por ciento del PIB), lo que puede calificarse como una situación de crecimiento del PIB excesivamente intensiva en el flujo de nuevo crédito.

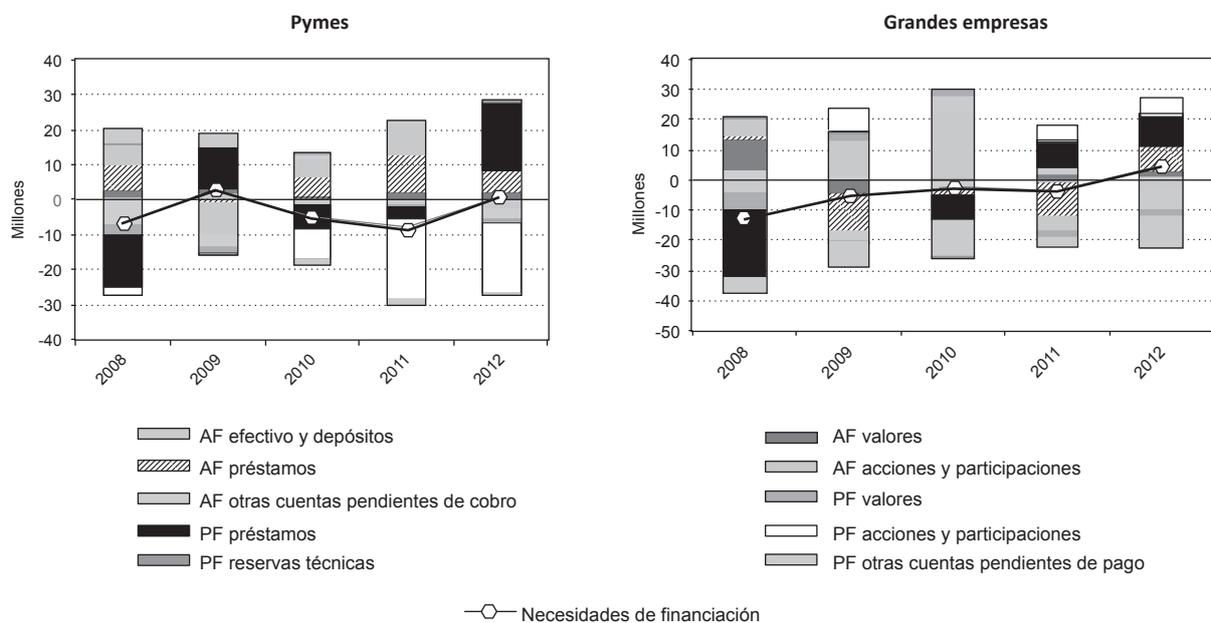
Como consecuencia de los factores de oferta y demanda descritos anteriormente, en el Gráfico 3 se observa que el flujo de nuevas operaciones de crédito se redujo rápida e intensamente, hasta situarse por debajo de las amortizaciones a partir de 2009. Las amortizaciones también disminuyeron, estabilizándose en 2010. Esta caída de las amortizaciones se explica porque, mientras una parte de las mismas supone un porcentaje relativamente estable del *stock* de crédito, otra está asociada a los flujos de crédito nuevo a corto plazo que vencen y dejan de renovarse.

Los últimos datos disponibles indican que el flujo de nuevas operaciones de crédito a empresas se ha estabilizado ligeramente por debajo del 40 por 100 del PIB. A pesar del intenso ajuste, este porcentaje se encuentra por encima del que se observa en el conjunto de la eurozona, tal y como muestra el Gráfico 4, si bien esta discrepancia puede deberse a diferencias en el plazo.

El entorno de dificultad al que se enfrentaron las empresas no solo cambió las necesidades de financiación sino que también cambiaron los instrumentos financieros que las sociedades utilizaban, tal y como se muestra en el Gráfico 5. Mientras que antes de 2008 las empresas españolas se financiaban mayoritariamente con préstamos concedidos por las instituciones financieras, a partir de este momento dicha actividad se contrae significativamente, con excepción de algunos trimestres. Con la crisis adquieren mayor protagonismo otras fuentes alternativas de financiación, tanto las más tradicionales (incremento de los

GRÁFICO 5

## NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE PYMES Y GRANDES EMPRESAS



FUENTE: Banco de España.

préstamos interempresas o la elevación de los fondos propios), como las menos habituales (venta de activos financieros o cancelaciones de los créditos comerciales concedidos).

Los últimos datos disponibles mantienen la tendencia de ajuste de los activos y pasivos financieros. Los primeros, por la venta de activos financieros y cancelación de los créditos comerciales concedidos. Los segundos, fundamentalmente por la devolución de la deuda bancaria y de los créditos comerciales pendientes de pago, aunque parcialmente compensados por la generación de fondos propios.

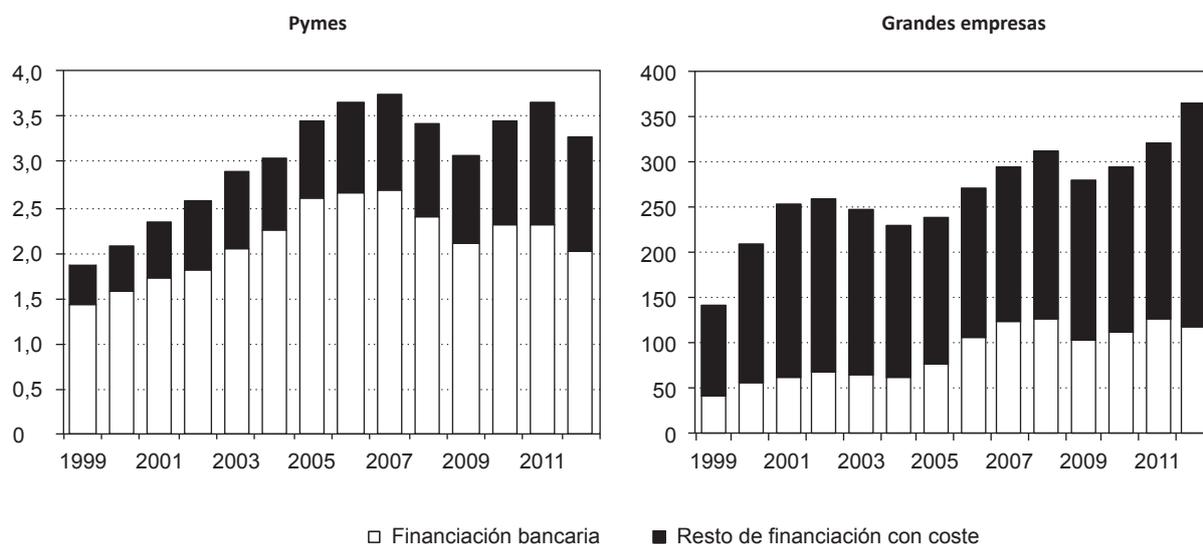
La generación de fondos propios por parte de las empresas españolas es una fuente tradicional de financiación, pero desde el inicio de la crisis las decisiones de inversión se han tenido que tomar teniendo en cuenta que el apalancamiento de las mismas tenía que ser menor que el observado en los años previos

a la crisis. Esta situación no ha sido generalizada para todos los tipos de empresas, sino que ha sido especialmente característica de las empresas más pequeñas (pymes), que no solo han generado recursos propios para financiar sus decisiones de inversión, sino que también lo han hecho para devolver parte de la financiación bancaria obtenida en los años previos a la crisis.

El desarrollo de otras formas de financiación empresarial no ha quitado el protagonismo a la fuente de financiación más tradicional de todas: la bancaria nacional. Así, del total de pasivos financieros de las empresas, casi el 30 por 100 corresponde a la financiación concedida por las instituciones financieras nacionales. Dicho porcentaje sería superior si se pudiera incorporar la financiación obtenida de las entidades financieras del resto del mundo aunque es una alternativa accesible para un número limitado de empresas.

GRÁFICO 6

COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS GRANDES EMPRESAS Y DE LAS PYMES  
(Valores medios en millones de euros)



FUENTE: Banco de España.

El tamaño constituye uno de los principales determinantes de la composición de la financiación de las empresas y de las condiciones de esta financiación, en tanto que las grandes empresas tienen acceso a financiación directa en los mercados financieros (también en los internacionales) a través de instrumentos más sofisticados, pero no las pequeñas. En el Gráfico 6 se observa claramente que el crédito bancario es mucho más importante en la estructura de financiación de las pymes que de las grandes empresas. Además, también se observa que el valor medio de los pasivos muestra una tendencia creciente en las grandes empresas, incluso en la mayor parte de los años de la crisis, mientras que en las pymes esto no ocurre.

La dimensión de las empresas no solo afecta a la estructura de su financiación, sino que también lo hace sobre las condiciones de financiación, mucho más favorables entre las grandes empresas. Uno de los principales problemas de las pymes durante la

crisis (en mayor medida que para las grandes empresas) ha sido las condiciones de acceso a la financiación. En el Gráfico 7 se observa que entre un 25 y un 35 por 100 de las pymes ha citado el acceso a la financiación como principal problema, entre 5 y 10 puntos más que las grandes empresas<sup>2</sup>.

### 3. La recuperación económica y las perspectivas en el medio y largo plazo

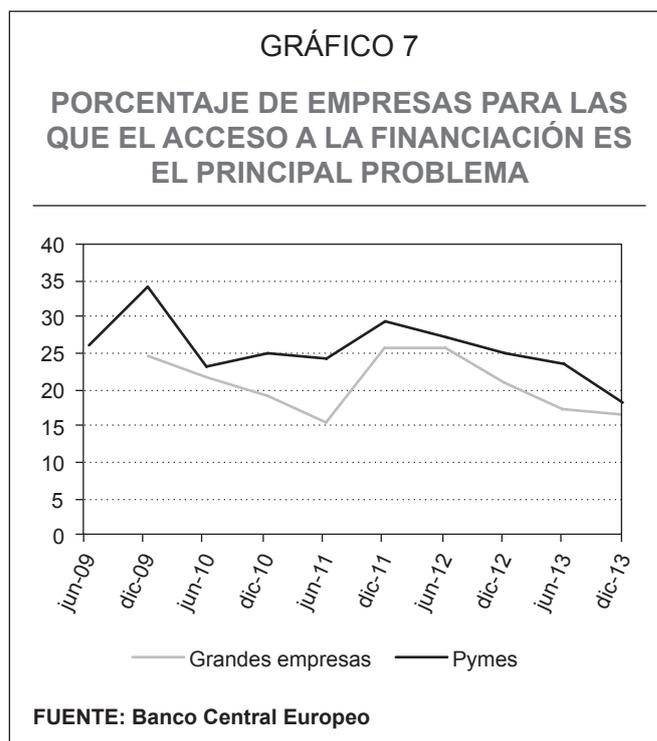
Como apuntan Andrés y Doménech (2014), el análisis de la importancia del crédito en la recuperación de la economía española ha dado lugar a una aparente contradicción, con condiciones que parecen imposibles de satisfacer simultáneamente. Por una parte, se

<sup>2</sup> MARTÍNEZ, MENÉNDEZ y MULINO (2014) y MARTÍNEZ y MULINO (2014) ofrecen un análisis detallado del grado de heterogeneidad empresarial y la importancia del tamaño en la evolución reciente del crédito bancario a las empresas.

ha convertido en un lugar común en medios más o menos especializados, señalar al exceso del crédito como una de las causas de la crisis, de manera que la recuperación requiere de una significativa reducción de los niveles de endeudamiento. Por otra, se apunta a la progresiva caída del volumen de crédito como la principal limitación para la recuperación económica, de manera que esta no será posible hasta que el crédito vuelva a crecer. La contradicción se debe a la confusión entre *stocks* y flujos de crédito.

El *stock* acumulado de crédito por parte de las empresas españolas, tras años de crecimiento muy por encima del PIB, es excesivo y, sobre todo, se ha concentrado de forma ineficiente en algunas empresas y sectores de baja productividad. Tras ese endeudamiento excesivo, una crisis como la que ha atravesado la economía española en los últimos años requiere una corrección de sus desequilibrios, lo que pasa por un proceso de desapalancamiento de los agentes y sectores más endeudados. Este proceso requiere, por un lado, que las amortizaciones sean mayores que el nuevo flujo durante algún tiempo, y que el PIB aumente más de lo que lo hace el *stock* de crédito, de manera que la ratio de esta variable sobre el PIB vaya disminuyendo progresivamente.

Sin embargo, este proceso no es incompatible con la provisión de nuevo crédito a las actividades rentables. Volviendo a la expresión [3], para que el desapalancamiento sea compatible con la recuperación necesitamos simultáneamente que el *stock* de crédito (*S*) disminuya y que el flujo de nuevas operaciones (*F*) sea lo suficientemente elevado, o que incluso crezca, para financiar adecuadamente y sin restricciones las decisiones de gasto de las empresas, economías domésticas y sector público. Son las nuevas operaciones de crédito las que están precisamente relacionadas con el flujo de demanda agregada. Por su parte, el *stock* de crédito es una variable adecuada para evaluar el nivel de endeudamiento de los agentes económicos pero no para analizar la recuperación de la actividad, más ligada al flujo de nuevas operaciones. En otras palabras,



la variable determinante para la recuperación económica no es el *stock* de crédito vivo sino la variación del flujo de nuevas operaciones de crédito. De hecho, son muchas las economías que en el pasado han sido capaces de superar una crisis financiera mediante un crecimiento de la actividad, en cuyas primeras fases el *stock* de crédito ha jugado un papel muy limitado desde el punto de vista agregado. Este fenómeno, que se conoce como *creditless recovery*, ha caracterizado a una buena parte de las recuperaciones tras una contracción de crédito, no solo en países emergentes, sino en países desarrollados como los escandinavos, en los años noventa.

Para que el crédito no sea una restricción para la recuperación deben darse las dos condiciones siguientes. Por una parte, que no haya una restricción efectiva de demanda, que tiene lugar cuando las empresas se encuentran tan endeudadas y ante unas expectativas de ingresos futuros tan reducidas que no tienen margen adicional de endeudamiento, no pueden llevar a cabo nuevas inversiones y no pueden crear empleo.

Por otra, que la oferta no esté restringida, de modo que el sector bancario pueda atender sin problemas de liquidez y con condiciones financieras adecuadas cualquier demanda solvente de crédito.

¿En qué situación nos encontramos actualmente? De acuerdo con el estudio de Maudos y Fernández (2014), aunque hay un porcentaje significativo de deuda (poco más de un tercio) en empresas con escasa o nula capacidad de endeudamiento a corto plazo, hay también una proporción más elevada de empresas con posibilidades de asumir mayores costes financieros y, por lo tanto, con capacidad de endeudarse. Los datos de Maudos y Fernández se refieren a 2011. Desde entonces hasta el presente la situación financiera de las empresas ha mejorado, como lo indica el hecho de que su endeudamiento agregado ha disminuido. Pero también lo ha hecho, porque con el inicio de la recuperación económica desde mediados de 2013, las empresas han visto como su excedente bruto de explotación ha mejorado significativamente.

En cuanto a la oferta, tras las medidas del BCE y la reestructuración bancaria, que afectó a algo más de un tercio del sistema, la liquidez es en estos momentos casi tan abundante como antes del inicio de la crisis y a unos tipos de interés iguales (para los préstamos hasta 1.000.000 de euros, normalmente utilizados como *proxy* de los de pymes) o inferiores (para los préstamos superiores al millón de euros) a los de entonces, a pesar de que la prima de riesgo de España es ahora muy superior. No obstante, a diferencia de lo que ocurría antes de la crisis, ahora la financiación de los nuevos proyectos de inversión requiere una mayor proporción de recursos propios y garantías, algo, por otra parte, totalmente necesario para que no se vuelvan a repetir los problemas que nos llevaron a la crisis reciente.

En definitiva, la dualidad del tejido productivo, un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración del sector y las políticas del BCE permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por dificultades insalvables de financiación.

De hecho, los últimos datos disponibles correspondientes a julio de 2014 indican que el flujo de crédito a los hogares crece al 12,1 por 100 respecto a julio de 2013 y a las empresas al 12,4 por 100 en los préstamos de menos de 1.000.000 de euros. Ambas tasas se encuentran muy por encima del crecimiento del consumo e inversión privados, o del PIB nominal. Los únicos préstamos que siguen disminuyendo son los créditos por encima del millón de euros, más típicos de las grandes empresas. Pero esta caída no se debe a restricciones de oferta ni de demanda. Al contrario, las condiciones de financiación han sido tan favorables que estas empresas han podido sustituir la financiación bancaria por la de los mercados mayoristas, mientras el diferencial de tipos de interés ha justificado esa estructura de financiación. Muy recientemente hemos empezado a ver que, tras los anuncios de política monetaria del BCE, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito han empezado a disminuir rápidamente, de manera que a las grandes empresas les empieza a compensar nuevamente la financiación bancaria. En estas circunstancias, el flujo de nuevo crédito para estas operaciones crecerá posiblemente también durante los próximos trimestres.

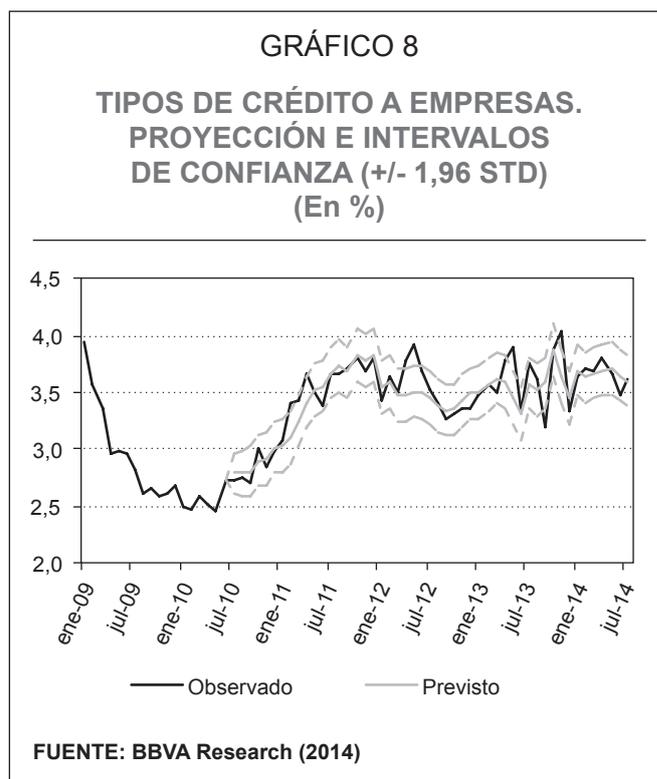
La evolución del flujo de nuevas operaciones de crédito a las empresas y la reciente disminución de los tipos de interés de estos préstamos indican que los factores de oferta y el consiguiente aumento de la liquidez han dominado sobre los factores de demanda, a pesar de que estos también han evolucionado positivamente como consecuencia de la recuperación económica y el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y maquinaria. El aumento de la liquidez se explica por las medidas expansivas de política monetaria del BCE, la reestructuración del sector bancario español, la disminución de la prima de riesgo de España y las menores incertidumbres en los mercados financieros.

Además, los diferenciales de tipos de interés tienen recorrido a la baja a medida que vayan mejorando la calidad de la demanda y el riesgo de crédito del sistema. En un estudio reciente de Fernández de Lis e

Izquierdo (2014) se encuentra evidencia de que los tipos de las nuevas operaciones de crédito a empresas aumentan a razón de unos 10 puntos básicos por cada punto porcentual de tasa de mora en la cartera de empresas. Este efecto se produce con unos cuatro meses de retraso. La capacidad explicativa del modelo estimado es muy elevada y refleja muy bien la tendencia de los tipos de interés desde el inicio de la crisis de deuda soberana (tras la crisis griega de la primavera de 2010) hasta finales de 2013, tal y como puede observarse en el Gráfico 8. Durante este período la tasa de mora de las empresas pasó del 7 al 20 por 100. Este aumento de 13 puntos porcentuales de la tasa de mora puede explicar por sí solo prácticamente la totalidad de los 130 puntos básicos de aumento del tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito a las empresas, que aumentó del 2,5 al 4 por 100 entre mayo de 2010 y noviembre de 2013. También ayuda a explicar por qué el tipo de interés se ha mantenido estable desde 2012, a pesar de la mayor relajación de la política monetaria y la caída de la prima de riesgo, fenómenos ambos que se han visto compensados por el aumento de la tasa de mora.

Los últimos datos disponibles permiten confirmar que el cambio de tendencia en la tasa de mora del sistema financiero, que ha empezado a disminuir, se está trasladando a los tipos de interés de nuevas operaciones de financiación, especialmente de pymes. Previsiblemente en los próximos meses la tasa de mora continuará con la tendencia descendiente, provocando un mayor ajuste en los costes de financiación empresariales, convergiendo a niveles similares a los de la media de la UEM (Gráfico 9).

Las expectativas más optimistas sobre el flujo de nuevo crédito y del coste de la financiación están acompañadas de unas mejores previsiones de actividad por parte de la banca y de una mejor opinión de las empresas sobre el acceso a la financiación. Así, según los últimos resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) realizada a las entidades de crédito, se espera que la oferta de crédito mejore por



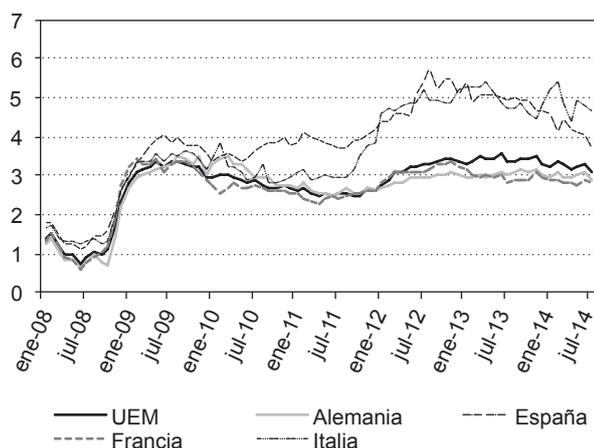
primera vez desde 2006 y la demanda continúe con su senda de recuperación iniciada a finales de 2013. Desde el punto de vista empresarial, también se observa una mejora del entorno. El porcentaje de pymes que declaran tener como principal problema el acceso a la financiación está disminuyendo (véase Gráfico 10).

#### 4. Mejora de la financiación empresarial: medias públicas y privadas

Como se ha apuntado a lo largo del artículo las empresas más grandes tienen mayor facilidad para acceder a la financiación, tanto bancaria como no bancaria, y tanto interna como externa, en tanto que las más pequeñas no solo dependen más de la financiación bancaria sino que también deben asumir costes financieros superiores. Para mejorar la financiación de las pymes deben darse los pasos adecuados en varias direcciones a la vez. Por un lado, son necesarias aquellas que apoyen el crecimiento en tamaño de las

GRÁFICO 9

**SPREAD\* DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS**

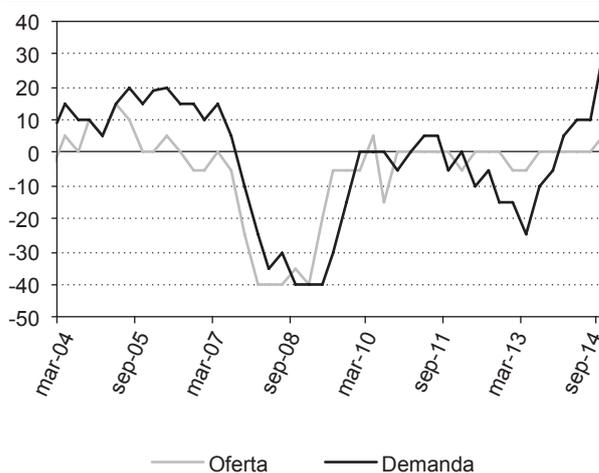


NOTA: \*Diferencial. Créditos de menos de un millón de euros y vencimiento entre uno y cinco años (frente al euribor 12 meses).

FUENTE: EUROSTAT.

GRÁFICO 10

**ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS: PRÉSTAMOS AL TOTAL DE EMPRESAS**



NOTA: Indicador de difusión: porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente las condiciones x 1 + porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida las condiciones x 1/2 - porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida las condiciones x 1/2 - porcentaje de entidades que han relajado considerablemente las condiciones x 1.

FUENTE: Banco de España.

pymes y así generar el círculo virtuoso entre tamaño, acceso a la financiación, exportación y productividad<sup>3</sup>.

Por otro lado, además de acotar al máximo este tipo de barreras con efectos, de alguna manera, indirectos sobre el acceso a la financiación, hay que potenciar y desarrollar los instrumentos ya existentes, con el objetivo de influir directamente en un mejor acceso a la financiación empresarial, poniendo especial interés en las pequeñas y medianas empresas. Las iniciativas no deben concentrarse solo en las formas de financiación más tradicionales (bancaria) sino también en las no bancarias, ya que son un excelente complemento y permiten alcanzar un sistema financiero más equilibrado.

Desde el ámbito institucional se puede avanzar por

<sup>3</sup> Sobre la importancia del tamaño de la empresa en la productividad, competitividad, internacionalización y condiciones de financiación de las empresas véase el trabajo de ANDRÉS y DOMÉNECH (2014), DOMÉNECH (2014) y las referencias allí incluidas.

varios frentes, en algunos de los cuales ya se han dado pasos positivos:

- El Instituto de Crédito Oficial (ICO) desde 2011 ha centrado su actividad en mejorar el acceso a la financiación de las pymes, creando una línea exclusiva para ellas y concentrándose en un menor número de líneas. En la actualidad, más del 90 por 100 de la financiación concedida corresponde a la línea «Empresas y emprendedores - 2014». Entre las prioridades del ICO debe estar maximizar la eficacia de las líneas de financiación. Para alcanzar este objetivo durante el pasado año se flexibilizó la forma de determinar los precios de cada una de las operaciones. Así, ahora se permite a las entidades asignar un precio ajustado al plazo y al nivel de riesgo de cada uno de los proyectos de inversión, lo que no solo permite cobrar más a los proyectos más arriesgados sino que también permite bonificar operaciones que ofrezcan mayores garantías. El ICO debe

mantener esta tendencia de concentración de sus fondos en los segmentos más vulnerables, asignando los recursos disponibles de la manera más efectiva posible.

- Además, en el corto plazo y dentro del programa de compra de activos titulizados que realizará el BCE, el ICO podría realizar la labor de garante de las emisiones *mezzanine* (riesgo medio) que finalmente sean adquiridas.

- En España, hay un gran número de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que en su mayoría realizan su actividad en el ámbito regional. Su principal objetivo es facilitar el acceso a la financiación, concediendo avales ante las entidades de crédito a las pequeñas y medianas empresas. Su atomización puede ser una traba para un uso óptimo de los recursos financieros y de información. Para mejorar su funcionamiento en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial se cambia el régimen jurídico de las SGR. Así, se propone la activación del reaval de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) ante el primer incumplimiento de pago. Además, se someterá a todos los miembros de los consejos de administración a criterios de honorabilidad comercial y profesional conforme a los criterios del Banco de España. Además de la puesta en marcha de este anteproyecto de ley, posiblemente sería deseable un enfoque nacional que incremente la eficacia de las políticas de las SGR, no solo a nivel de recursos financieros, sino de calidad de la información recogida de las empresas, capacidad de análisis de los proyectos y costes de estructura.

- Durante 2014 se han sucedido dos modificaciones de la Ley Concursal que tienen como objetivo evitar que empresas viables terminen en concurso de acreedores, lo que frecuentemente conduce a su liquidación, debido a no poder hacer frente a su elevado endeudamiento. En el Real Decreto Ley (RDL) 4/2014 se facilitan los acuerdos en la fase pre-concursal (tanto los acuerdos individuales como los colectivos sin y con homologación judicial), eliminando los principales obstáculos existentes:

- Se incrementa la seguridad jurídica.

- Se eliminan algunas formalidades que impedían o aumentaban los costes de los acuerdos.

- Se amplía la gama de alternativas a la hora de una negociación (quita de deuda o canje de deuda por capital) y se facilita la extensión del acuerdo a los acreedores disidentes.

- Se amplía el privilegio concursal del dinero nuevo desde el 50 por 100 de lo aportado al 100 por 100.

- Se exceptúa la obligación de oferta pública de adquisición (OPA) cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente y con informe favorable de experto independiente.

Adicionalmente, en septiembre del mismo año (RDL 11/2014) se ha modificado la norma para agilizar la negociación durante la fase concursal. Así, se facilita la extensión de los acuerdos a los acreedores disidentes y se eliminan obstáculos para la venta de las empresas o de las ramas de negocio libres de cargas. Todas estas modificaciones permitirán mejorar la financiación de empresas viables pero con problemas de liquidez, que necesitan una refinanciación de su deuda en condiciones razonables.

Actualmente, el sector público es el principal acreedor de un gran número de pequeñas y medianas empresas. Es importante que los acreedores públicos entren a formar parte de las negociaciones de reestructuración de deuda para asegurar la supervivencia de las mismas.

- Además, con el objetivo de disminuir al mínimo aquellas situaciones en las que las empresas vean reducida su financiación de manera sorpresiva, se realizan algunas propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas, que se incluyen en el nuevo texto del Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial del mes de julio de 2014:

- Preaviso por terminación o disminución de la financiación tres meses antes del vencimiento del contrato de crédito de mayor cuantía de los que compongan el flujo de financiación.

— Entrega de la «Información Financiera-Pyme» dentro de los diez días hábiles desde el siguiente al preaviso por terminación o disminución de la financiación. Este documento (que tendrá formato estandarizado según los criterios del Banco de España, además de contener la información sobre situación financiera e historial de pagos de la empresa) incluirá un informe sobre su calificación crediticia, basado en una metodología que elaborará el Banco de España.

Estas propuestas incrementan el conocimiento financiero de las empresas y otorgan un mayor nivel de transparencia a las decisiones tomadas por las entidades de crédito. Las decisiones en firme sobre lo propuesto en dicho Anteproyecto de Ley son fundamentales en el corto plazo para apoyar la mejora de las nuevas operaciones de crédito.

- Desde el punto de vista de la financiación no bancaria, en España ya existen el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Ambos mercados son de reciente creación, tienen una actividad acotada y, en los últimos tiempos, los recientes casos no han favorecido su reputación. Incrementar el potencial financiador de ambos mercados es esencial para mejorar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, así:

— En el MAB se debe facilitar el paso de las empresas que cotizan en este mercado a un mercado secundario oficial. En este sentido se incorpora una propuesta normativa en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial para hacer más fácil el paso, reduciendo algunos requisitos de información por un período transitorio de dos años.

— En ambos mercados se podrían rebajar los requisitos administrativos que deben cumplir los emisores sin mermar la calidad de la información ni el control de la misma por parte de las auditoras.

— El impulso de un enfoque europeo de ambos mercados mejorará el acceso a la financiación empresarial, y encaja dentro de la idea de *Capital Markets Union* defendida por Jean-Claude Juncker que defiende que se deben desarrollar e integrar los mercados

de capitales y así se reducirán notablemente los costes de financiación para las pequeñas y medianas empresas y se incrementará el atractivo de Europa como lugar para invertir.

— Dar mayor apoyo técnico o incrementar y mejorar la información que tienen las empresas sobre este tipo de instrumentos alentará su desarrollo.

- El Banco Europeo de Inversiones (BEI) dentro de su Programa Estratégico 2014-2016 continúa con su objetivo de facilitar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y se espera mantener el nivel de financiación directa concedida durante los ejercicios de 2014 y 2015. También, y de acuerdo a las propuestas realizadas en junio de 2013, se está trabajando en el desarrollo de los instrumentos de *risk-sharing* entre la Comisión y el BEI. Estas iniciativas facilitan las nuevas emisiones, ayudan a obtener mejores calificaciones crediticias y acotan los costes de emisión. El desarrollo e implementación de estos instrumentos debe realizarse lo más aceleradamente posible, así ayudará a acotar el problema de la financiación a pequeñas y medianas empresas y apoyará la recuperación económica. Adicionalmente y al igual que el ICO, el BEI puede realizar la labor de garante de los tramos *mezzanine* de los activos titulizados que finalmente sean adquiridos dentro del programa de compra del BCE.

- El mercado de titulización ha sido una fuente importante de financiación de las entidades de crédito en los años de la expansión. Tras la crisis, con origen en un segmento del mercado de titulizaciones norteamericano, el tratamiento regulatorio de las titulizaciones se ha visto muy penalizado, lo que ha perjudicado sobre todo a Europa, a pesar de que sus titulizaciones han sido menos arriesgadas, más sencillas y más transparentes. Por este motivo se ha propuesto mejorar el tratamiento regulatorio de dichas titulizaciones, de manera que se mejore la labor intermediadora de las entidades de crédito y se facilite el acceso a la financiación de las empresas. Las instituciones europeas previsiblemente revisarán el marco regulatorio de estos instrumentos financieros para reactivar su funcionamiento, lo que

pasa por definir titulizaciones de alta calidad y acordar un trato preferente a las mismas.

— Definición de titulización de alta calidad. El foco debe ponerse en la calidad del activo subyacente (aquellos vinculados a financiación de la economía real). Su estructura debe ser simple (excluyendo de la misma las re-titulizaciones) y transparente, para recuperar la confianza de los inversores en este mercado. A este respecto, el BCE y el *Bank of England* (BoE) realizan una propuesta en un documento conjunto. Adicionalmente, la base de datos del Banco Central Europeo “*ABS Loan-level Initiative*” de 2010 será de gran utilidad para el análisis de las titulizaciones.

— Trato regulatorio preferente. A nivel global, la normativa de Basilea III de capital y de liquidez penaliza las titulizaciones. Es por esta razón por la que desde distintas instituciones se está proponiendo un mejor tratamiento de las titulizaciones. Por ejemplo, la EIOPA recomienda para las compañías de seguros unos menores requisitos de capital para las titulizaciones de mayor calidad frente a las de mayor riesgo. IOSCO y el Comité de Basilea están estudiando mejoras similares en el ámbito bancario.

En resumen, para mejorar la financiación de las empresas no hay una única vía sino un amplio conjunto de ellas, que engloban las medidas directas e indirectas, tanto en el ámbito nacional como internacional, así como los instrumentos más tradicionales o los más sofisticados. El Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, recopila numerosas iniciativas que deben ponerse en marcha cuanto antes, para que el mejor acceso a la financiación apoye de la mejor manera posible la recuperación económica.

## 5. Conclusiones

El crecimiento económico de España durante los primeros años de la década pasada estuvo acompañado por un fuerte aumento del crédito, como consecuencia de unas condiciones de financiación extremadamente laxas y de la infravaloración del riesgo. Esta

ingente financiación empresarial se destinó de manera muy significativa hacia sectores con baja productividad y escasa actividad exportadora. El resultado fue un crecimiento económico elevado pero sobre unas bases débiles y caracterizadas por una dependencia excesiva del crédito, un reducido aumento de la productividad, un excesivo déficit de la balanza por cuenta corriente, y un endeudamiento interno y externo creciente sobre una senda claramente insostenible.

La crisis cambió drásticamente los patrones de comportamiento de las empresas españolas y redujo notablemente su financiación, tanto por factores de demanda como de oferta. Entre los factores por el lado de la demanda destacan la caída de la inversión y consumo privados, y las expectativas de un menor crecimiento económico, que redujeron las tasas internas de rentabilidad de los proyectos empresariales. Por el lado de la oferta sobresalen el aumento de la prima de riesgo de España; los problemas de liquidez de una parte significativa del sistema financiero español y de solvencia de algunas de sus entidades; la mayor aversión al riesgo; el endurecimiento de la regulación financiera; la incertidumbre sobre posibles cambios adicionales del marco regulatorio y los problemas de información asimétrica que han acompañado a la reestructuración del sistema bancario. Aunque la cuantificación de los efectos de todos estos factores no es sencilla, la evolución de los tipos de interés, flujos de crédito y encuestas de préstamos bancarios permite afirmar que los factores de demanda fueron mucho más importantes que los de oferta entre 2008 y 2010, y aproximadamente iguales (y más reducidos) a partir de 2011. Con la crisis también se ha observado un cambio en las fuentes de financiación de las empresas y unos efectos asimétricos en función del tamaño de las empresas: las de mayor tamaño han podido acudir a fuentes de financiación alternativas (mercados de capitales y financiación exterior), en tanto que las pymes, mucho más dependientes del crédito bancario, han tenido que recurrir a la autofinanciación, reforzando sus recursos propios.

A corto y medio plazo, la salida de la crisis requiere un proceso de desapalancamiento de los agentes y sectores más endeudados, lo que a su vez conduce a que durante algún tiempo las amortizaciones sean mayores que el flujo de nuevo crédito, y a que el PIB aumente más de lo que lo haga el *stock* de crédito. Sin embargo, este proceso no es incompatible con la provisión de nuevo crédito a actividades rentables, sobre las que descansará la recuperación económica. Es precisamente el flujo de nuevas operaciones de crédito el que está relacionado con la actividad económica y la creación de empleo.

La dualidad del sistema productivo, con una proporción elevada de empresas con capacidad para endeudarse, un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración y las políticas del BCE, permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por dificultades insalvables de financiación. De hecho, los últimos datos disponibles muestran una tasa de crecimiento de dos dígitos en los flujos de nuevo crédito minorista.

De igual manera que es posible que continúe la recuperación de los flujos de crédito, los diferenciales de tipos de interés irán disminuyendo a medida que mejore la calidad de la demanda y se reduzca el riesgo de crédito del sistema. Si en los dos últimos años el aumento de la tasa de mora de las empresas españolas ha podido explicar, prácticamente por sí solo, el mantenimiento del tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito, a pesar de la caída de los *spreads* soberanos, la reducción de la tasa de mora, como consecuencia de la recuperación económica, también se reflejará en una reducción de los diferenciales de tipos de interés.

A pesar de los importantes avances que se han producido en la financiación bancaria de las empresas españolas durante los últimos trimestres, existe un amplio margen de maniobra para seguir mejorando y diversificando las fuentes de financiación empresarial. Además de potenciar y aumentar la eficacia de los instrumentos ya existentes, los mercados financieros desempeñan un papel crucial para facilitar el crecimiento de las pymes

y generar el círculo virtuoso entre tamaño, acceso a la financiación, exportación y productividad.

Entre estas mejoras de los instrumentos de financiación empresarial destaca el aumento de la eficacia de las líneas del ICO y de los avales de las Sociedades de Garantía Recíproca, las modificaciones de la Ley Concursal, que permitirán una refinanciación de la deuda de empresas viables con problemas de liquidez, las propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pymes que se incluyen en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, o la mejora del Mercado Alternativo Bursátil, del Mercado Alternativo de Renta Fija y del mercado de titulizaciones. En definitiva, una evaluación continua y el rediseño constante de todas aquellas medidas destinadas a mejorar los instrumentos de financiación de las empresas españolas y la evaluación del riesgo de las empresas, con la finalidad de evitar volver a cometer los errores del pasado.

En un horizonte de medio plazo cabe confiar en que las reformas en la regulación financiera adoptadas a raíz de esta crisis disminuyan el riesgo de ciclos del crédito y del precio de los activos, tan acusados como los que hemos observado en los últimos 15 años. En particular, las políticas macroprudenciales adoptadas en el ámbito europeo tienen por objetivo precisamente eliminar, o al menos atenuar sensiblemente, la acusada prociclicidad del sector financiero. Estas herramientas, junto con un entorno regulatorio más exigente y una supervisión reforzada en el contexto de la unión bancaria europea, permiten confiar en que no se repetirán fenómenos de burbujas de crédito concentradas en sectores vulnerables, como la que vivimos en España en los años de auge.

## Referencias bibliográficas

[1] ABIAD, A; DELL'ARICCIA G. y Li B. (2011): «Creditless Recoveries». *IMF Working Paper Research Department*, 11/58. <http://goo.gl/D2dfYc>.

[2] ANDRÉS, J. y DOMÉNECH R. (2014): «Mercados de productos y dimensión e internacionalización de las empresas españolas». Mimeo. BBVA Research.

[3] AYUSO, J. (2013): «Un Análisis de la Situación del Crédito en España». *Boletín Económico*, octubre. Banco de España. <http://goo.gl/O6QswJ>.

[4] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014): Statistical Data Warehouse. Monetary and Financial Statistics. Business Volumes. Loans. <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484373>.

[5] CALVO, G; IZQUIERDO, A. y TALVI, E. (2006): «Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets,» *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 96 (2), pp.405-10. <http://goo.gl/z3kRxR>.

[6] DOMÉNECH, R. (2013): «Comments on Assessing Policies to Revive Credit Markets» <http://goo.gl/wMBEB1>.

[7] DOMÉNECH, R. (2014): «Retos a largo plazo de la economía española: dimensión empresarial e internacionalización». XXXIII Cursos de Verano Universidad del País Vasco. <http://goo.gl/C59qwT>.

FERNÁNDEZ de LIS, S. (2014): «Internacionalización y financiación de las empresas españolas». Seminario Sino-Español sobre financiación de la internacionalización de la empresa española. <http://goo.gl/xYszqe>.

[8] FERNÁNDEZ de LIS, S. e IZQUIERDO, J.F. (2014): «El impacto de la Unión Bancaria sobre la evolución y el coste del crédito». Pendiente de publicación en monografía de la Fundación de Estudios Financieros (FEF).

[9] FMI (2013): Global Financial Stability Report. octubre. <http://goo.gl/GdaXCu>.

[10] MAUDÓS, J. y FERNÁNDEZ de GUEVARA, J. (2014): Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis. Fundación BBVA.

[11] MARTÍNEZ, J. (2014): «Impacto de los planes de Reestructuración sobre el Crédito a las Sociedades no Financieras». *Boletín Económico*, julio-agosto. Banco de España. <http://goo.gl/UxzUff>.

[12] MARTÍNEZ, C.; MENÉNDEZ, A. y MULINO, M. (2014): «Un análisis desagregado de la evolución reciente del Crédito Empresarial». *Boletín Económico*, junio. Banco de España. <http://goo.gl/nBbuXY>.

[13] MARTÍNEZ, C. y MULINO, M. (2014): «La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la información de la CIR y de la CBI». *Boletín Económico*, octubre. Banco de España. <http://goo.gl/3fnafC>.

[14] ROIBAS, I. (2014): «Securitization in Spain: Past Developments and Expected Future Trends». <http://goo.gl/U9TBIQ>.

# ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

## Boletín Económico de Información Comercial Española

12 números anuales

Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior

## Información Comercial Española Revista de Economía

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales



En

# INTERNET



## Cuadernos Económicos de ICE

2 números anuales

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica

[www.revistasice.com](http://www.revistasice.com)  
Librería virtual, suscripción y venta:  
[www.mineco.gob.es](http://www.mineco.gob.es)  
Pº de la Castellana, 162  
28046 Madrid.  
Telf. 91 583.55.07  
Correo electrónico:  
[DistribucionPublicaciones@mineco.es](mailto:DistribucionPublicaciones@mineco.es)