



Universidad de Valladolid

**FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE
SORIA**

Programa de estudios conjuntos Doble Grado en Administración y Dirección de
Empresas y en Relaciones Laborales y Recursos Humanos

TRABAJO FIN DE GRADO

**Análisis comparativo del coste de financiación asumido
por las pymes españolas en el contexto de la Unión
Europea: el caso de España e Italia**

Presentado por: Elia Pérez Miguel

Tutelado por: Pablo de Frutos Madrazo

Soria, septiembre de 2015

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA



RESUMEN

El presente trabajo estudia los factores que han llevado a un proceso de fragmentación financiera en los mercados crediticios de la Unión Europea entre 2007 y 2014. En concreto, se exploran aquellos factores que han influido en el proceso más allá de la desconfianza en la situación económica del país, medida por la prima de riesgo soberano. Para ello, se utiliza el caso concreto de España e Italia. La comparación de series temporales a través del cálculo de áreas entre funciones apunta que en estos dos países las entidades financieras han exigido mayores márgenes para la formalización de préstamos empresariales en España pese a valores similares en el precio de la deuda pública de ambos países. Los hechos señalan como posible origen de las diferencias el nivel de confianza en el buen desempeño de las pymes y su evolución futura. Continuando con una perspectiva comparada entre España e Italia e introduciendo el modelo empresarial alemán como exponente del buen desempeño, a través del empleo de técnicas de análisis cualitativo, se analizan los factores causales que impulsan a una mejor actuación de las pymes incluso en tiempos de crisis. Los resultados del análisis sugieren que la cooperación en distritos industriales, la mayor presencia de sectores creadores de gran valor añadido como la manufactura, la especialización en actividades de contenido tecnológico medio-alto o alto y la menor temporalidad en el mercado de trabajo conducen a un mejor desempeño empresarial.

Palabras clave: pymes, coste de financiación, política monetaria, fragmentación financiera, crisis de deuda soberana, prima de riesgo, entorno empresarial, desempeño empresarial.



ÍNDICE

RESUMEN	3
INTRODUCCIÓN.....	7

PARTE PRIMERA: MARCO CONCEPTUAL

CAPÍTULO 1 Financiación empresarial en la zona euro.

1.1. Financiación empresarial	17
1.1.1. Pequeña y mediana empresa (pyme)	17
1.1.2. Financiación de la actividad empresarial	21
1.1.3. Sistema financiero y política monetaria	27
1.1.3.1. Sistema financiero.....	27
1.1.3.2. Política monetaria europea.....	33
1.2. Problemas crediticios para las pymes.....	36
1.2.1. Crisis y enfriamiento de la actividad crediticia	36
1.2.2. Fragmentación financiera de la zona euro.....	39
1.2.3. Política monetaria del BCE. Tipos de interés oficiales.	42

CAPÍTULO 2 Del Banco Central Europeo a cada pyme.

2.1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria	49
2.2. Medidas no convencionales	51
2.3. Crisis de deuda soberana	53

PARTE SEGUNDA: ANÁLISIS COMPARADO

CAPÍTULO 3 Planteamiento y metodología

3.1. Justificación del estudio	65
3.2. Justificación del país elegido.....	71
3.3. Metodología.....	77

CAPÍTULO 4 Desarrollo del estudio. Análisis cuantitativo.

4.1. Planteamiento de hipótesis.....	81
--------------------------------------	----

4.2. Desarrollo del estudio y resultado	81
4.2.1. Comparación series tipo de interés préstamos. Contraste primera hipótesis.	84
4.2.3. Comparación series cotización bono a 10 años. Contraste segunda hipótesis.	87
4.2.3. Resultado del estudio	90

CAPÍTULO 5

Desarrollo del estudio. Análisis cualitativo

5.1. Confianza y desempeño empresarial	93
5.2. Factores causales para un mejor desempeño empresarial.	94
5.2.1. Cooperación empresarial basada en clústers o distritos empresariales.....	97
5.2.2. Mayor presencia de sectores creadores de gran valor añadido	99
5.2.3. Mayor grado de especialización en sectores de media-alta y alta tecnología.....	100
5.2.4. Mayor flexibilidad y menor temporalidad en el mercado laboral	102
5.2.5. Resultado.....	103
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	105
BIBLIOGRAFÍA.....	111
INDICE DE ABREVIATURAS	119
INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	119
ANEXO	127

INTRODUCCIÓN.



Como narrara Dante en la *Divina Comedia*, incluso en la selva más oscura hay una pequeña luz, un camino que seguir, por el que se puede ir ascendiendo, con mucho esfuerzo, desde el aparente infierno hasta el cielo. Sin embargo, no será un camino fácil, también nosotros tendremos que subir empinadas pendientes, enfrentarnos a nuestras propias fieras, a nuestros miedos y no dejar de mantener la fe en todo momento, la esperanza que nos conduzca al paraíso, el lugar donde habitan "las almas triunfantes".

Siguiendo este mensaje de optimismo del autor renacentista queremos demostrar cómo, pese a un entorno de profundo pesimismo, hay sectores y estrategias empresariales que han conseguido estar entre las mencionadas "almas triunfantes".

Por todos es sabido, que los países del sur de Europa, Portugal, Italia, Grecia y España, incluyendo junto a ellos Irlanda, han sido los peor parados durante los años centrales de la última recesión económica. Países que durante este periodo se han tenido que enfrentar a problemas económicos como un déficit incontrolado, elevadas primas de riesgo para sus emisiones de deuda, la acusada contracción económica o las difíciles situaciones presupuestarias a nivel nacional.

Estas crisis de confianza a nivel nacional han agravado las diferencias existentes en las condiciones económicas y financieras dentro de la zona euro, afectando al tejido productivo y al mercado laboral de los distintos países. Así, ha llegado a producirse una rotura en los mercados financieros europeos; fragmentación financiera llamada por unos, fragmentación de confianza llamada por los más críticos. Hemos visto situaciones totalmente opuestas a la idea de mercado único, como que una empresa española tenga que pagar un 77% más por acceder a los mismos recursos financieros que su homóloga alemana (Europa Press, 2013).

Esta disparidad en las condiciones exigidas para financiar el tejido empresarial y, en concreto, en el precio al que la financiación ha estado disponible en los distintos países, ha contribuido a acelerar la destrucción de tejido empresarial en países que ya de por sí estaban atravesando dificultades económicas.

A lo largo del trabajo vamos a intentar descubrir el porqué de estas trabas en el acceso a la financiación.

Se ha teorizado mucho acerca de que los determinantes de la inestabilidad de los mercados financieros nacionales, son en gran medida los mismos que los determinantes del precio de financiación de las empresas asentadas en dicho país; y no vamos a negarlo. Sin embargo, la heterogeneidad en los costes de financiación entre países europeos con situaciones de inseguridad económica similares como es el caso de España e Italia, nos hacen reflexionar sobre si la propia idiosincrasia del tejido productivo también resulta determinante en la facilidad o dificultad con la que pequeñas y medianas empresas pueden acceder a la financiación.

Son varias las motivaciones que nos llevaron en su día a plantearnos la cuestión que estamos tratando.

Como primera reflexión, resulta curioso como en un teórico mercado único europeo, sobrevolado por la idea de una futura Unión Bancaria, se han llegado a producir estas disparidades en la transmisión de los tipos de interés oficiales de la eurozona al tejido empresarial, y cómo las medidas convencionales de política monetaria que el Banco Central Europeo (BCE en adelante) aplicaba años atrás no han sido suficientes.

Por otro lado, la elección del tema también se justifica por la importancia estratégica de las pequeñas y medianas empresas (pymes en adelante) en la economía española y en general, en la europea. No debemos olvidar que las pymes son el motor de la economía española y emplean a tres cuartas partes del mercado laboral en nuestro país y tal y como han declarado las propias empresas (BCE y CE, 2009, 2011 y 2013) españolas la dificultad de acceso a la financiación bancaria ha sido una de las principales dificultades que han encontrado para salir a flote en estos años.

Así, dado el papel que juegan en el desarrollo de la economía y en la articulación del sistema productivo y comercial, parece relevante identificar otras variables, más relacionadas con el modelo productivo que con la situación económica del país, que también entorpecen el acceso al crédito.

Por último, este es un enfoque en el que todavía no se ha desarrollado mucha investigación al respecto. La mayor parte de estudios acerca de la fijación de tipos de interés por parte de las entidades financieras señalan como factores causales a los relacionados con la estructura financiera de empresas y bancos y a los determinantes de inestabilidad de los mercados nacionales, básicamente la prima de riesgo. Es por ello, que considero que se trata de un estudio novedoso para llevar a cabo.

Por todo ello, en este trabajo se pretende averiguar si ha habido algún factor diferencial entre las características del tejido productivo español y el italiano que haya podido influir en los distintos costes de financiación.

Los objetivos que vamos a tratar de alcanzar a lo largo de los siguientes capítulos pueden resumirse en los siguientes.

En primer lugar, reflexionar acerca del proceso de fragmentación financiera que ha sufrido la Unión Europea (UE en adelante) y su relación con la crisis de deuda soberana sufrida por alguno de sus Estados Miembros.

En segundo lugar, nos proponemos comprobar que en España e Italia el comportamiento de las entidades financieras no ha sido el mismo pese a verse ambas economías afectadas por valores muy similares de prima de riesgo.

A partir de ahí, nuestro siguiente objetivo será identificar los elementos que puedan haber llevado a un mayor nivel de confianza en el buen desempeño de las pymes italianas y, en consecuencia, a un menor coste de financiación.

Por último, nuestro último objetivo será elaborar una serie de recomendaciones en cuanto a los sectores y estrategias empresariales encontrados que incluso en épocas de crisis han demostrado un mejor desempeño.

El método que emplearemos para el desarrollo del trabajo será un estudio comparativo entre los dos países mencionados; países con escenarios comparables que

nos permiten así poder identificar sus diferencias. Se va a tratar de un trabajo experimental optando por un enfoque mixto entre las técnicas cuantitativas y cualitativas.

El trabajo está organizado en dos partes. En una primera parte nos centramos en el marco conceptual para conocer el estado actual de la cuestión que estamos planteando.

En primer lugar, conviene analizar el sistema financiero al que pueden acceder las empresas y los distintos instrumentos de los que disponen las autoridades financieras europeas para influir en el curso de la política monetaria, así como las consecuencias que la crisis financiera ha tenido en el enfriamiento de la actividad crediticia y el efecto desigual que ha tenido en función del país. A ello dedicaremos el primer capítulo del trabajo.

En un segundo capítulo, profundizaremos más en esta asimetría en la transmisión de los impulsos de la política monetaria llevados a cabo por las entidades financieras, cómo debería haber funcionado el mecanismo y por qué no ha sido así.

A continuación, en la segunda parte del trabajo llevaremos a cabo el mencionado estudio comparado entre España e Italia.

En un primer punto se justificará la elección del país elegido a comparar con España por sus muchas similitudes y por la presencia del fenómeno estudiado.

Tras esta justificación, se llevará a cabo el desarrollo del estudio. Éste se desarrollará en dos fases debido a la distinta metodología de cada una de ellas.

Comprobaremos en primer lugar si nuestra conjetura es cierta y hay algún factor adicional a la prima de riesgo que influye al coste de financiación de las pymes mediante un análisis cuantitativo basado en el cálculo de áreas entre funciones.

En segundo lugar, atendiendo al desempeño de las pymes en cada uno de estos países y en comparación con el modelo de pyme alemán, pasaremos a formular los distintos factores explicativos que en vista a nuestro análisis podrían tener influencia en el fenómeno a estudiar.

Para finalizar esta investigación, expondremos las principales conclusiones obtenidas, así como recomendaciones futuras de cara a un mejor desempeño empresarial.



**PARTE PRIMERA:
MARCO CONCEPTUAL**



CAPÍTULO 1

Financiación empresarial en la zona euro.



El sistema financiero al que pueden acceder las empresas es uno de los factores con mayor capacidad de influencia en su nacimiento y supervivencia. Tal es así, que el hecho de que nuestro sistema financiero haya sufrido más dificultades que otros europeos, se señala como uno de los principales determinantes de que en España el ritmo y la intensidad con la que ha desaparecido tejido empresarial haya sido mayor que en otros países vecinos.

Por ello, en este primer capítulo nos proponemos analizar el marco financiero en el que se mueven las empresas europeas, introduciendo también la situación de las empresas españolas; si bien, se hará un análisis más profundo de este punto en la segunda parte del trabajo.

En primer lugar, una vez sentados algunos conceptos previos, analizaremos las principales fuentes de financiación usadas por las empresas europeas.

A continuación, pasaremos a analizar el sistema financiero que les rodea así como los actores que intervienen en los distintos mercados financieros, centrándonos en el mercado crediticio.

En relación a los sistemas financieros abordaremos los distintos instrumentos que tienen las autoridades económicas de la UE para intervenir en el funcionamiento de los mercados.

En el segundo apartado del capítulo haremos incidencia en las consecuencias que la crisis, primero financiera y posteriormente económica ha tenido en el acceso en la financiación bancaria para las pymes europeas; dificultades de financiación que no han afectado a todos los países por igual. Se estudiará el efecto desigual que ha tenido en los distintos Estados Miembros de la Unión y los instrumentos que el BCE ha puesto en marcha para orientar la política monetaria y tratar de paliar estas desigualdades.

1.1. Financiación empresarial

1.1.1. Pequeña y mediana empresa (pyme)

Antes de adentrarnos en el capítulo parece necesario definir la que será nuestra unidad de análisis a lo largo del presente trabajo, la pequeña y mediana empresa, la pyme.

Podemos partir de la definición de empresa como "la unidad económica que combina un conjunto de elementos humanos, técnicos y financieros, localizados en una o en varias unidades técnicas y físico-espaciales, ordenados según determinada estructura de organización y dirigidos en base a cierta relación de propiedad y control,

con el ánimo de alcanzar unos objetivos determinados" Bueno, Cruz y Durán (2002: 22-23).

Atendiendo a las distintas características recogidas en esta o en otras definiciones similares, las empresas pueden ser clasificadas en función de multitud de criterios. Entre los más comunes están dependiendo de la relación de propiedad de la misma, o atendiendo a su estructura organizativa; en concreto, el tamaño.

Es en esta última característica estructural en la que nosotros haremos hincapié. A priori, parece un criterio sencillo clasificar las empresas en función de su dimensión en microempresa, pequeña, mediana o gran empresa. Pero, si bien se han intentado armonizar los distintos indicadores para determinar el tamaño; este punto es uno de los que mayores problemas plantea a la hora de intentar realizar un análisis entre países. Con el objetivo de aclarar estos términos, la Comisión Europea (CE en adelante) acordó utilizar tres indicadores distintos: el número de empleados¹, el volumen de negocios anual² y el balance general anual³ (Recomendación 2003/361/CE, de 6 de mayo, sobre *la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas*. Diario oficial de la Unión Europea L123/36, de 20 de mayo de 2003).

A continuación (tabla 1.1.) recogemos los principales umbrales para cada una de estas características. Para ser considerada en una categoría u otra dentro del ámbito europeo, la empresa deberá cumplir con el requisito del número de empleados y con uno de los otros dos.

Tabla 1.1. Clasificación de empresas según tamaño

Categoría	Número de empleados	Volumen de negocios anual	o Balance general anual
Gran empresa	≥ 250	> 50 millones de euros	> 43 millones de euros
Mediana empresa	< 250.	≤ 50 millones de euros	≤ 43 millones de euros
Pequeña empresa	<50	≤ 10 millones de euros	≤ 10 millones de euros
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de euros	≤ 2 millones de euros

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Recomendación 2003/361/CE

¹ Se contabilizarán por unidades de trabajo anual (UTA); es decir, personas que trabajen en la empresa o por cuenta de la empresa a jornada completa durante todo el ejercicio económico. Aquellas personas que no trabajen todo el año o lo hagan de forma parcial, computarán como fracciones de UTA.

² Para calcular el volumen de negocios anual se tendrán en cuenta los ingresos percibidos durante el año en concepto de ventas o prestación de servicios. No incluirá el impuesto sobre el valor añadido (IVA), ni otros impuestos indirectos.

³ El balance general anual representa el patrimonio total de la empresa.

Por tanto, cuando estamos hablando de pyme nos referiremos a las tres últimas categorías; es decir, aquellas empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.

Si atendemos a la información más reciente ofrecida por Eurostat, comprobamos como pese a la etapa recesiva que se ha vivido, las pymes siguen siendo el principal motor de la economía europea constituyendo según las previsiones del año 2014 el 99,80% del tejido productivo y generando el 58,20% del valor añadido de la UE (Eurostat, 2012). En la tabla que sigue a estas líneas (tabla 1.2.) podemos observar la importancia de las mismas tanto en términos del porcentaje que representan del total de empresas, como en términos del empleo que suponen.

Tabla 1.2. Estructura empresarial en Europa, principales indicadores para empresas no financieras⁴ (2012)

País	Número de pymes	% sobre el total de empresas	% sobre el total de empleo	Tamaño medio (empleados)
Alemania	2.179.097	99,51%	62,05%	7,58
Francia	2.614.121	99,82%	63,14%	3,70
Italia	3.804.489	99,92%	79,75%	3,10
España	2.382.328	99,88%	73,90%	3,39
Reino Unido	1.697.653	99,65%	53,02%	5,55
Suecia	660.814	99,85%	65,41%	2,99
Unión Europea (UE 28)	22.303.139	99,80%	66,97%	4,00

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Eurostat* y de *SME Performance Review Database* publicada por la CE, (2012)

⁴Los datos recogen los valores para el tejido empresarial no financiero quedando fuera del cómputo las entidades financieras o de seguros. A lo largo de todo el trabajo cuando se haga referencia a valores relativos a las pymes europeas quedará fuera este grupo de entidades.

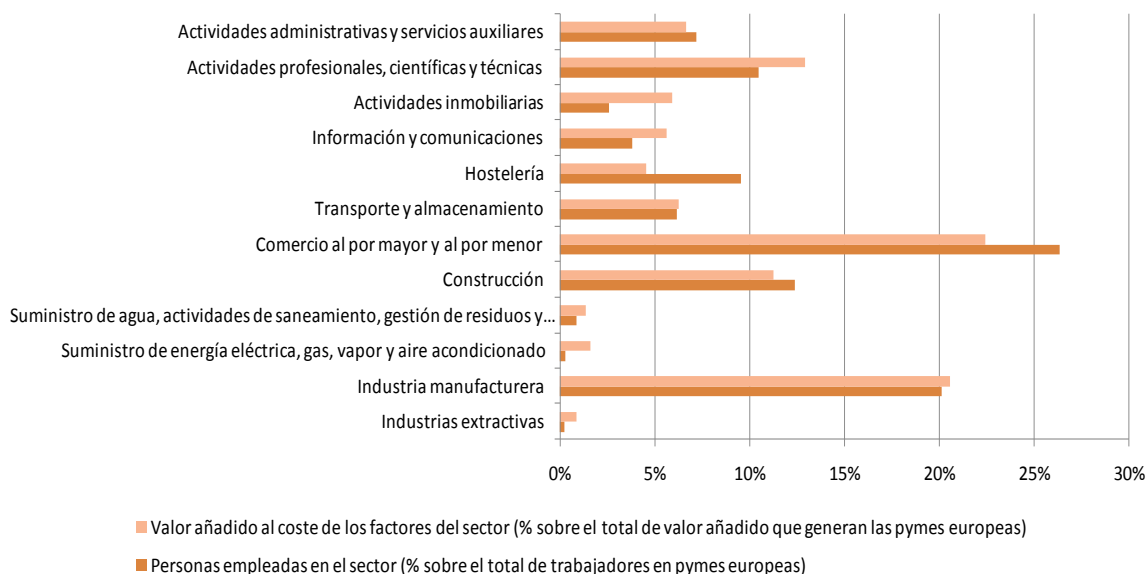
Se han utilizado los datos de 2012 por ser los últimos disponibles que corresponden a mediciones reales; si bien hay estimaciones para los años más recientes que muestran tendencias similares.

Como ilustran los datos presentados, la pyme es el pilar fundamental de las economías productivas europeas, siendo menos de un 0,5% del tejido productivo las grandes empresas. En relación con estos datos, también podemos ver como existen diferencias en cuanto al número de trabajadores que emplean o el tamaño medio de estas empresas. De cualquier modo, la contribución de las pymes al pleno empleo es notable; tomando el valor medio, casi el 67% de los trabajadores europeos prestaron sus servicios o trabajaron por cuenta propia en una empresa de menos de 250 trabajadores durante el año 2012. Por último, el tamaño medio sería el indicador que más variaciones presenta entre uno y otros países, siendo la plantilla media de una pyme alemana notablemente superior a otras homólogas europeas.

Para el caso concreto de España, al fin del ejercicio 2012 tras haber pasado los peores años de la crisis económica, las pymes representaban casi el 100% del tejido productivo y ocupaban a casi un 74% del total de trabajadores empleados en dicho momento. Haciendo mención por último al tamaño medio de la pyme española, vemos como es inferior a la media europea, compartiendo valores similares en torno a los 3 trabajadores de media con países como Italia o Suecia.

Volviendo de nuevo al ámbito europeo, si nos fijamos en los distintos sectores de actividad, podemos encontrar diferencias significativas en la distribución del empleo o en el valor añadido que crean las pymes europeas de un determinado sector como podemos visualizar en el siguiente gráfico (gráfico 1.1.).

Gráfico 1.1. Distribución del valor añadido y del empleo entre las pymes europeas por sectores de actividad (2012)



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *SME Performance Review Database* publicados por la CE, (2012)

Así, las pymes del sector del comercio, tanto al por mayor como al por menor, serán las que más personas empleen en el cómputo global europeo; seguidas a cierta distancia por las de la industria manufacturera y bastante más lejos, por el resto de sectores. Por otro lado, las pymes relacionadas con las actividades de suministro y la industria extractiva serán las que menos trabajadores engloben, debido a que en estos

sectores es mayor la presencia de grandes empresas y grandes multinacionales. En resumen, parece que la distribución del empleo en sectores como el comercio, la industria manufacturera, la construcción o los servicios profesionales se encuentra sesgada hacia empresas con una dimensión más reducida, mientras que en el sector de las empresas de suministro o extractivas habrá una distribución más tendente hacia grandes empresas.

Por otro lado, si atendemos al valor añadido, ambas variables (número de empleos y valor añadido) se mueven en la misma dirección en la mayoría de los sectores, siendo las pymes dedicadas al sector comercial las que más valor agregado generan, seguidas de cerca de las de la industria manufacturera. En este punto, sorprende el caso del sector hostelero; las pymes de este sector ocuparon en el año 2012 a casi el 10% del total y sin embargo, no llegaron a crear el 5% del valor agregado total.

Llegados a este punto, podemos entender junto con las motivaciones dadas en los apartados introductorios el porqué de centrar nuestro trabajo en el coste de financiación que han sufrido las pymes, motor de la economía europea. Por tanto, una vez vista nuestra unidad de análisis, vamos a pasar a estudiar su característica principal para el objeto del presente trabajo, su estructura financiera.

1.1.2. Financiación de la actividad empresarial

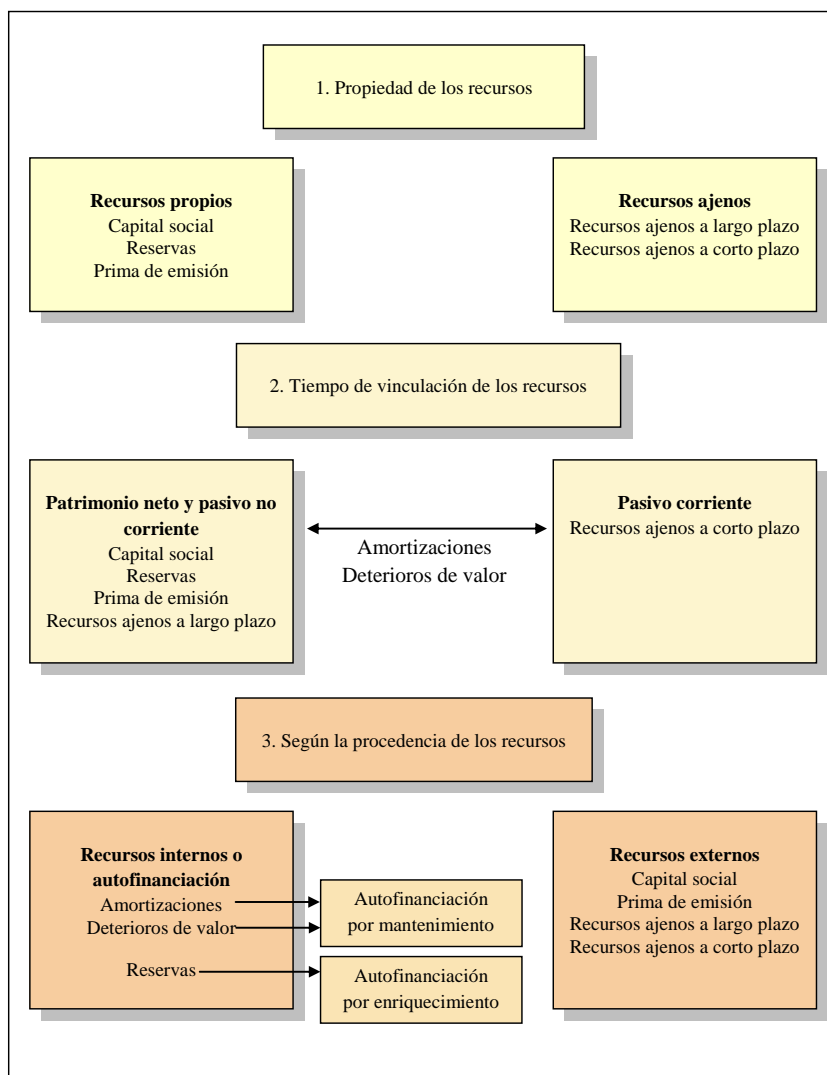
La estructura financiera de una empresa es el sustento del resto de actividades que se desarrollan en las distintas áreas funcionales de la empresa y en especial, del proceso productivo.

Para el desarrollo de su actividad, las empresas necesitan disponer de los recursos financieros suficientes que les permitan llevar a cabo sus inversiones y hacer frente al pago de los gastos que se derivan continuamente de su actividad. Del mismo modo ocurre, en el caso del nacimiento de una nueva empresa.

Inversión y financiación están íntimamente relacionadas, con la desventaja de que las oportunidades de inversión son ilimitadas, mientras que los recursos financieros son limitados debido al coste de los mismos. Por tanto, una de las decisiones estratégicas más importantes que debe tomar la dirección financiera de la empresa será determinar la estructura óptima de financiación con el objetivo de conseguir la supervivencia y crecimiento de la misma.

Los recursos financieros de los que disponga la empresa serán los que le permitan el cumplimiento de dichos objetivos. Definimos los mismos como aquellas fuentes de financiación propias o ajenas, que permitan adquirir los demás factores productivos. Podemos clasificar los mismos considerando diferentes criterios de clasificación. Nosotros vamos a mostrar a continuación (gráfico 1.2.) la clasificación recogida por López y Ferrón (2009).

Gráfico 1.2. La estructura financiera de la empresa



FUENTE: López y Ferrón (2009)

Para el propósito de nuestro trabajo nos interesará la primera de las clasificaciones, según la propiedad de los recursos financieros.

Así, en primer lugar, encontramos los recursos propios; es decir aquellas fuentes de financiación que no son exigibles por terceros y representan la participación de los propietarios o socios en la financiación de la empresa, así como los beneficios de otros ejercicios económicos que no han sido distribuidos entre los socios en forma de dividendos. Son la fuente de financiación más estable de la empresa, ya que no hay que devolverlos en una fecha fijada y no tienen asociado un coste explícito; en otras palabras, no hay un tipo de interés asociado a su utilización; aunque sí suponen un coste implícito o coste de oportunidad.

En segundo lugar, encontramos los recursos ajenos que es aquella financiación que viene del exterior; de fuentes distintas a los socios o propietarios. Se caracterizan porque tienen un plazo de devolución pactado y además llevan asociado el coste que la

empresa debe asumir por su utilización. Esta financiación podrá ser a corto plazo para periodos de devolución fijados inferiores al año o a largo plazo si el plazo es superior.

Son en estos últimos, los recursos financieros ajenos, en los que hemos puesto el punto de mira al referirnos al endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito durante la etapa 2007-2015.

La tabla 1.3. recoge la definición de las principales fuentes de financiación ajenas, así como el medio o vía para acceder a ellas.

Tabla 1.3. Definición de las principales fuentes de financiación ajenas

Tipo de recurso ajeno	Concepto	Vía
Créditos y préstamos	<p><i>El contrato de préstamo es aquel por el que la entidad financiera entrega al cliente una determinada cantidad de dinero, estableciéndose contractualmente la forma en la que habrá de restituirse el capital y abonar los intereses.</i></p> <p><i>El contrato de crédito en cuenta corriente es aquel por el que el banco autoriza al acreditado a disponer, durante el plazo de vigencia de la operación, hasta un límite establecido en la correspondiente póliza de crédito.</i></p> <p style="text-align: center;">Autor/es: López y Ferrón (2009)</p>	Entidades de crédito
Descuento comercial	<p><i>Consiste en abonar al cliente por anticipado el importe de los efectos comerciales o letras de cambio, descontando los intereses por el tiempo que media entre el anticipo y el vencimiento del crédito.</i></p> <p style="text-align: center;">Autor/es: Muñoz (2009)</p>	Entidades de crédito
Factoring	<p><i>Cesión de una deuda comercial a corto plazo del titular de la misma a una entidad, denominada factor, que habitualmente es una entidad de crédito pudiendo asumir ésta el riesgo de insolvencia de los clientes o no (factoring sin y con recurso). La deuda estará generada por la venta de mercancías o por la prestación de servicios, independientemente de cómo esté documentada.</i></p> <p style="text-align: center;">Autor/es: Elaboración propia</p>	Entidades de crédito
Leasing	<p><i>Es una fórmula de arrendamiento financiero que tiene por objeto la cesión del uso de bienes de equipo adquiridos por la entidad financiera para tal fin, a cambio del abono periódico de unas cuotas. Finalizado el plazo, el arrendatario podrá ejercitar la opción de compra del bien y adquirir la propiedad. No suele</i></p>	Entidades de crédito

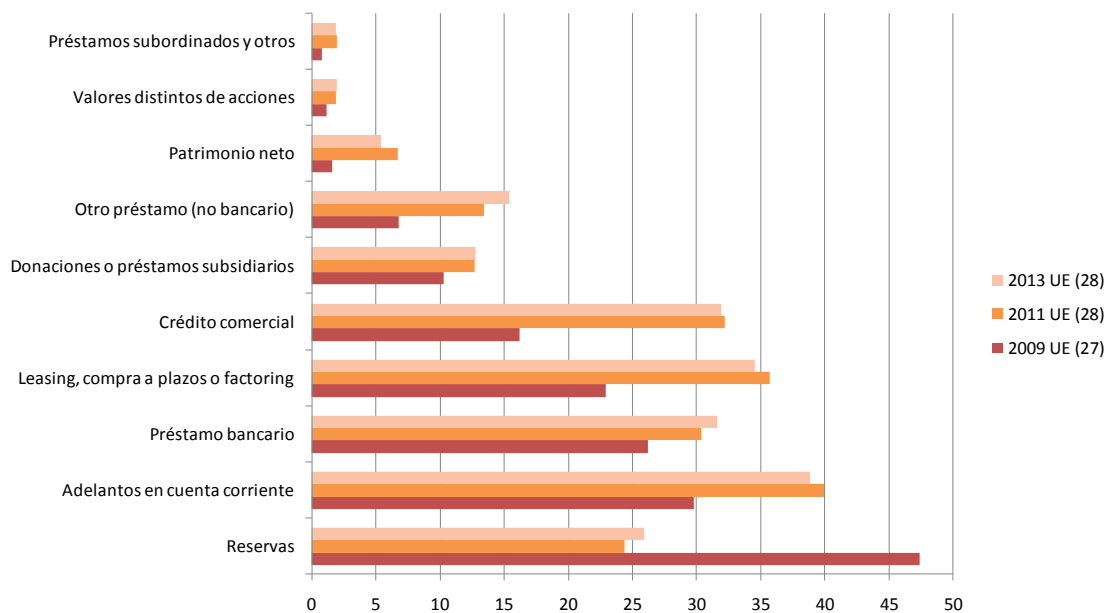
Tipo de recurso ajeno	Concepto	Vía
	<p><i>superar los 5 años.</i></p> <p>Autor/es: Elaboración propia</p>	
<p>Emisión de bonos y obligaciones</p>	<p><i>Consiste en emitir un volumen de deuda dividido en participaciones que se colocan en el mercado a un gran número de inversores. Las obligaciones tienen un vencimiento superior a 5 años, mientras que en los bonos será de entre 18 meses y 5 años.</i></p> <p>Autor/es: Elaboración propia</p>	<p>Mercados organizados</p>
<p>Sociedades de Capital Riesgo (ECR)</p>	<p><i>Se trata de sociedades que invierten sus propios recursos en la financiación a corto plazo de las pymes, convirtiéndose en socios durante el periodo pactado, aunque sin intervenir en la gestión. Finalizado el periodo, la SCR venderá sus participaciones a cambio de una plusvalía.</i></p> <p>Autor/es: Elaboración propia</p>	<p>Sociedades Capital Riesgo (ECR)</p>
<p>Crédito comercial</p>	<p><i>Supone una deuda a corto plazo y generalmente de naturaleza informal. Son operaciones en las que el proveedor de bienes o servicios le ofrece crédito a un cliente al permitirle aplazar el pago de la mercancía.</i></p> <p>Autor/es: Elaboración propia</p>	<p>Proveedores</p>
<p>Otras fuentes de financiación ajenas</p>	<p><i>Ayudas y subvenciones, aplazamiento del pago a entidades públicas, financiación participativa (crowdfunding⁵)...</i></p> <p>Autor/es: Elaboración propia</p>	<p>Varias</p>

FUENTE: Elaboración propia

Una vez vistas distintas alternativas por las que pueden optar las pymes a la hora de solicitar financiación y antes de dar por finalizado este apartado, vamos a echar un breve vistazo a la composición de la estructura financiera de las pymes europeas y a su evolución a lo largo del periodo de análisis con el que estamos tratando. Para ello tenemos recogido en el gráfico a continuación (gráfico 1.3.) la estructura financiera mantenida por las pymes europeas en los años 2009, 2011 y 2013.

⁵Forma de financiación alternativa a la bancaria que tiene como objetivo compartir la financiación de un proyecto entre aquellas personas que deseen apoyarlo. Podrá ser de distintos tipos dependiendo de la recompensa que quien participa en la financiación reciba a cambio; por ejemplo, crowdfunding de recompensas, crowdfunding basado en préstamos (también llamado crowdlending)...

Gráfico 1.3. Instrumentos financieros utilizados en los últimos 6 meses (% de empresas que declaran haberlos usado)



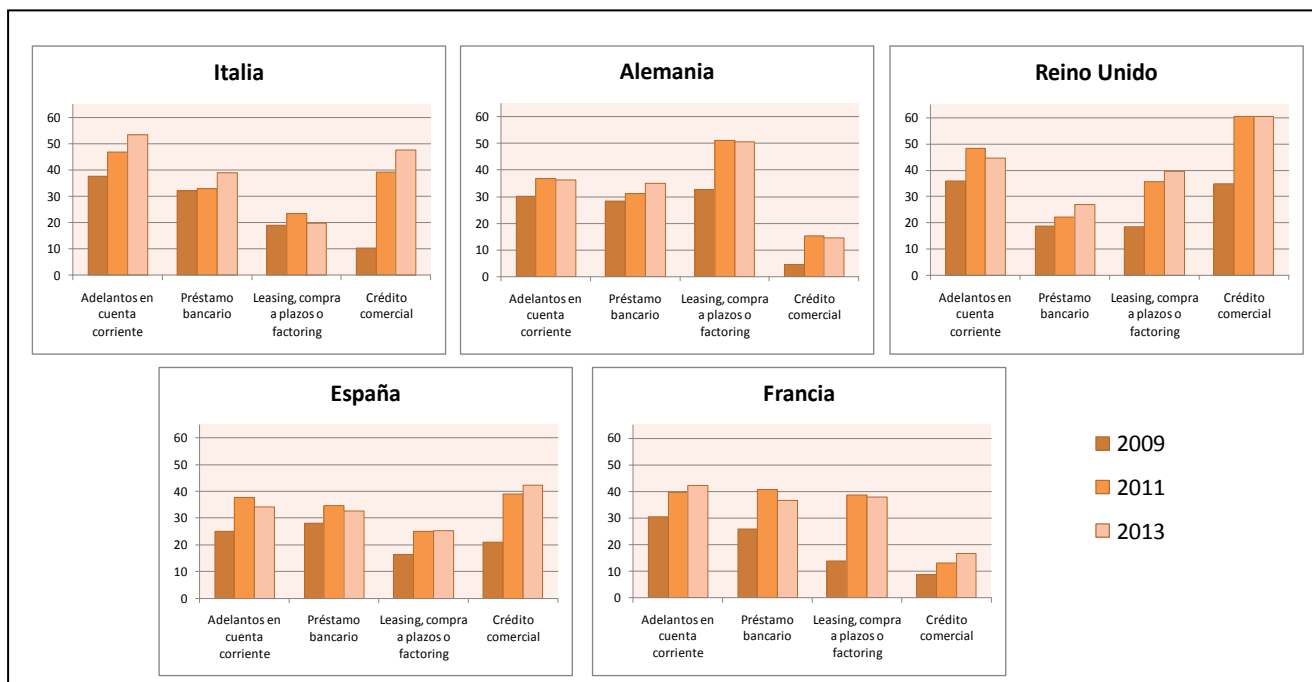
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*, publicados por el BCE y la CE(2009, 2011 y 2013)

Como refleja el gráfico las pymes europeas en el año 2009 usaban principalmente sus reservas procedentes de los beneficios generados en años anteriores como fuente de financiación propia. En esta partida vemos como la crisis ha hecho mella, ya que el porcentaje de empresas que ha utilizado sus reservas como fuente de financiación en los años 2011 y 2013 es casi la mitad que las que las usaron en dicho año. Destacamos también el aumento del porcentaje de pymes europeas que han tenido que hacer frente a sus necesidades de financiación con patrimonio neto (refiriéndose principalmente a capital social), reflejo de una situación económica desfavorable.

En cuanto a las fuentes de financiación ajena, vemos por un lado la importancia de la financiación bancaria, mediante préstamos bancarios y adelantos en cuentas corrientes (líneas de crédito, descubiertos para tarjetas...) y por otro lado, vemos también que un alto porcentaje de las pymes europeas utilizan el leasing, el factoring y el crédito comercial con sus proveedores para financiar su actividad.

Es en estos cuatro instrumentos de financiación ajena en los que vamos a ahondar en cinco países distintos de la Unión Europea, para conocer cuál es la estructura de financiación empresarial mantenida en cada uno de ellos. En el siguiente gráfico (gráfico 1.4.) podemos observar el porcentaje de empresas alemanas, españolas, inglesas, italianas o francesas que han utilizado préstamos bancarios, adelantos en cuenta corriente, créditos comerciales, leasing o factoring como fórmulas de financiación.

Gráfico 1.4. Instrumentos financieros utilizados en los últimos 6 meses (% de empresas que declaran haberlos usado) para los países y años reflejados



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*, publicados por el BCE y la CE (2009, 2011 y 2013)

En los cinco casos vemos como a lo largo del periodo estudiado cada vez más porcentaje de empresas ha tenido que usar financiación ajena; situación en línea con una crisis económica que ha mermado los beneficios de las mismas.

Si nos fijamos en la financiación obtenida por los proveedores mediante la fórmula del crédito comercial, las empresas alemanas y francesas son las que menos optan por esta forma de financiación; si bien, desde 2009 ha aumentado el porcentaje de empresas que han incluido esta modalidad como forma de obtener recursos financieros. En el caso de España, Italia y Reino Unido, también ha aumentado esta cifra de manera considerable, llegando en 2013 a valores en torno a un 40-50% para el caso de los dos primeros y en torno a un 60% de empresas que hacen uso del crédito comercial para financiar su actividad en Reino Unido.

El leasing, compra a plazos o factoring ha ganado también relevancia a la hora de financiarse en estos países; en Francia y Reino Unido casi un 40% de las empresas declararon en el año 2013 usar dicha fuente de financiación y, sobre todo se ha convertido en un instrumento muy importante en Alemania, alcanzando un porcentaje del 50% en 2013. Sin embargo, tan solo 1 de cada 4 empresas italianas o españolas declaró usar esta vía de entrada de recursos financieros.

En relación a la financiación obtenida por vía entidades de crédito; préstamos bancarios y adelantos en cuenta corriente (dentro de la que se contabilizan las líneas de crédito), vemos como en todos los países de análisis la dependencia que tienen las pymes del sector bancario para el desarrollo de su actividad ha ido creciendo en estos años. Tendencia que ha ido en el mismo sentido que las restricciones en el acceso al crédito y en el endurecimiento de las condiciones de los mismos, que han ido en

aumento también; si bien, de manera distinta en los diferentes países. Desde el año 2009, cada vez más porcentaje de empresas ha declarado tener que usar financiación bancaria en su estructura financiera. Sin embargo, como veremos más adelante en países como el nuestro todavía es mucho mayor el porcentaje de empresas que habrían querido acceder a esta vía de financiación y no han tenido dicha posibilidad.

Siguiendo con el ejemplo de nuestro país, en España el porcentaje de empresas que manifestó usar adelantos en cuenta corriente como instrumento de financiación en 2009 fue en torno a un cuarto de las empresas nacionales; aumentando hasta cerca de un 40% en 2011 y finalmente volviendo a un 35% en el año 2013. Por otro lado, con los préstamos bancarios observamos el mismo movimiento y en torno a valores muy similares.

Vistos los recursos financieros que suelen usar las empresas europeas en general, y por ello, también las pymes; de entre los cuales nosotros nos centramos en los préstamos bancarios, vamos a pasar a analizar detenidamente el sistema financiero que les rodea.

1.1.3. Sistema financiero y política monetaria

1.1.3.1. Sistema financiero

Para que las decisiones de gasto e inversión de los agentes empresariales se materialicen es necesario un sistema financiero que canalice al ahorro hacia la inversión. El sistema financiero de un país estará formado por un conjunto de instrumentos, mercados, entidades mediadoras y órganos supervisores que permiten canalizar el ahorro que generan los prestamistas o unidades de gasto con superávit hacia los prestatarios o unidades de gasto deficitarias que necesitan de esa financiación.

El sistema financiero cumple por tanto con la función de conectar el mismo con el sistema real de la economía permitiendo captar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión productiva, produciendo bienes y servicios.

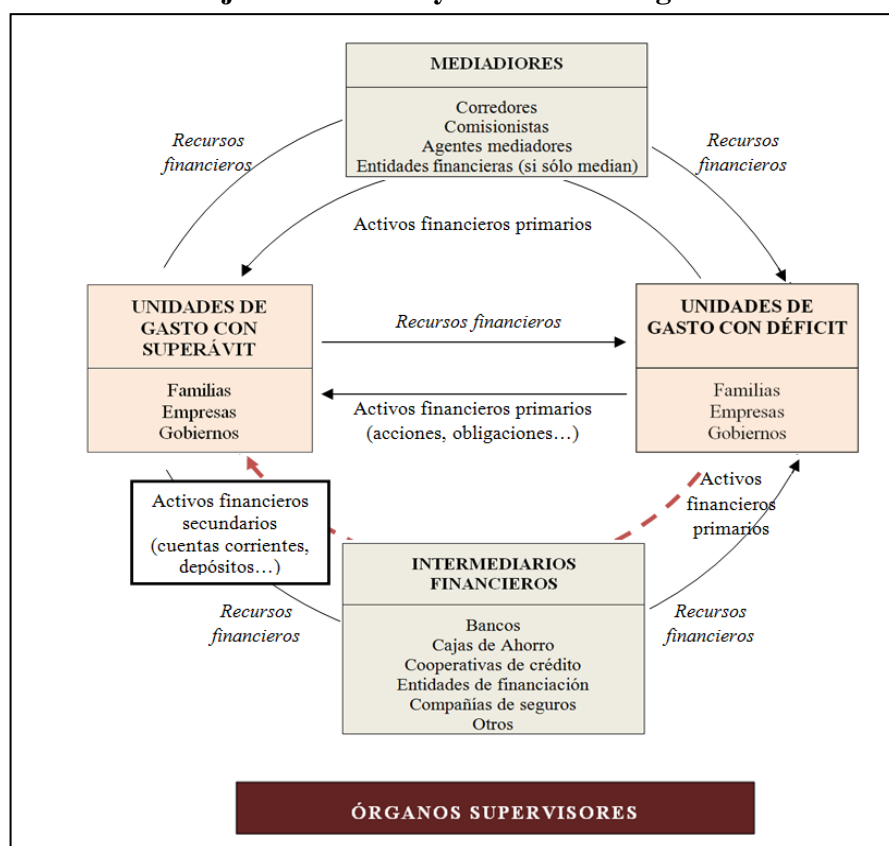
Sin embargo, cuando un sistema financiero funciona de manera eficaz no se limita a esta labor de interconexión, sino que es capaz de captar el ahorro en condiciones adecuadas de liquidez, seguridad y rentabilidad, para prestarlo a los demandantes de fondos en condiciones apropiadas de precio, volumen y plazo.

En definitiva, podemos resumir que "el sistema financiero está integrado por los especialistas que actúan en los mercados financieros ejerciendo las funciones y realizando las operaciones financieras conducentes a que la mayor cantidad de ahorro esté a disposición de la inversión en las mejores condiciones posibles para ambas partes" (Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo, 2014: 2).

Para estos autores, el grado de complejidad de un sistema financiero depende del número de instituciones financieras existentes, del grado de especialización que haya y de la diversidad de activos financieros que existan⁶.

En el gráfico presentado a continuación (gráfico 1.4.) se recoge el funcionamiento de un sistema financiero atendiendo a los flujos que se dan entre los distintos intervinientes.

Gráfico 1.5. Flujos de recursos y activos entre agentes económicos



FUENTE: Calvo y otros (2014), y elaboración propia

Como podemos observar las empresas pueden ser tanto unidades económicas de ahorro como de gasto, pero para el objeto de nuestro trabajo es de interés su posición como unidades demandantes de fondos. Como hemos comentado en el apartado anterior, las empresas necesitarán buscar financiación ajena para compensar sus desfases entre ingresos y gastos o para adquirir los bienes que sean necesarios para crear o renovar sus industrias. Para ello, optando por fuentes de financiación ajena, emitirán los correspondientes instrumentos financieros materializados en alguna de las formas que hemos visto anteriormente.

Estos activos financieros primarios emitidos por las empresas se podrán vender a través de tres vías.

⁶Con activo financiero nos referimos a aquel instrumento objeto de intercambio en el mercado financiero que da soporte material y legal a la correspondiente transacción de fondos.

En primer lugar, se podrán poner de forma directa a disposición de los ahorradores y recibir a cambio los recursos financieros correspondientes menos el coste de uso de los mismos.

La segunda vía, es similar a esta primera pero en el proceso intervienen los mediadores que permiten el encuentro entre demandantes y oferentes de fondos.

Por último, encontramos la vía en la que entran en juego los intermediarios financieros mediante la emisión de activos financieros secundarios o indirectos. Los intermediarios financieros compran títulos o activos financieros primarios a los demandantes de financiación a cambio de dinero y repercutiéndoles un determinado coste (interés de cobro). Una vez que tienen dichos títulos en su poder los venden a los ahorradores transformados en activos financieros secundarios a cambio de remuneración, lo que incluye un coste para la entidad financiera (interés de pago). La diferencia entre ambos tipos de interés será el beneficio que obtengan los intermediarios financieros.

Las características principales de todo activo financiero son su liquidez, su riesgo y su rentabilidad, con independencia de que se trate de un activo financiero primario o secundario. Estas tres características serán las que determinen el tipo de interés a pagar por el uso de los distintos activos financieros.

El mecanismo a través del cual se produce el intercambio y se determinan los precios de éste es el llamado mercado financiero. Son muchas las clasificaciones que podemos hacer de los mercados financieros y no excluyentes entre sí, en función del tipo de activo financiero intercambiado, de la fase de negociación, del grado de intermediación y formalización del mismo... Vamos a acotar estas clasificaciones y la explicación de los mismos al ámbito del trabajo, la Unión Europea y España.

Nos centramos por tanto en los mercados de deuda o mercados crediticios. En el ámbito privado, la importancia de estos mercados es mayor en países como España, Italia o Francia, frente a los países del mundo anglosajón como Estados Unidos o Inglaterra en los que es más fuerte la presencia de los mercados de valores.

Los mercados crediticios son mercados no organizados; es decir, las negociaciones de cada operación de préstamo o crédito deben hacerse de manera aislada e individual. A su vez, en función del plazo y liquidez del activo financiero que en ellos se negocia (préstamos y créditos bancarios) hablaremos también del mercado monetario (a corto plazo y para activos de gran liquidez⁷) o del mercado de capitales (a medio-largo plazo, más de un año). Si bien en ocasiones las empresas negocian títulos de deuda a corto plazo en el mercado monetario, nosotros vamos a optar por la postura recogida por Calvo y otros que consideran que la vía principal a través de la que se canalizan los recursos financieros desde los ahorradores a las empresas es a través del mercado de capitales (Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo, 2014). En el mismo sentido se manifiestan otros autores al entender que préstamos y créditos son activos de muy

⁷Un mayor grado de liquidez significa mayor facilidad de ser convertido a dinero a corto plazo, sin que ello suponga pérdidas de valor.

baja liquidez y por tanto no tendrían cabida en el mercado monetario, ya que su rápida transformación en dinero sólo es posible, con carácter general, soportando ciertas pérdidas por el no cobro de todos los intereses (Fernández, Rodríguez, Parejo, Calvo y Galindo, 2011).

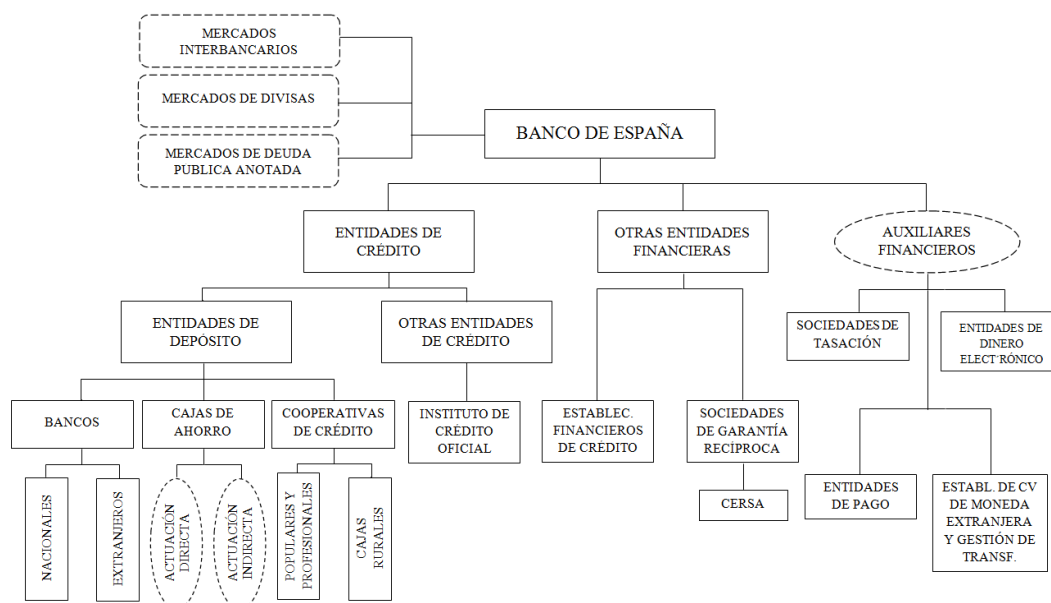
Junto a empresas y ahorradores, en el mercado crediticio a medio y largo plazo, intervienen intermediarios financieros y organismos político-decisionarios, reguladores y supervisores.

En el caso del sistema financiero español⁸ la máxima autoridad político-decisionaria es el Gobierno que encarga el desarrollo de sus funciones al Ministerio de Economía y Competitividad; en concreto a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, integrada en dicho Ministerio. Las Comunidades Autónomas también pueden tener alguna competencia en el ámbito normativo sobre las entidades y los mercados del ámbito territorial concreto.

En relación a los organismos de control y supervisión, distinguimos a nivel europeo el BCE; a nivel nacional, para el mercado crediticio, será el Banco de España quien asuma estas funciones y por último, las competencias que asuman en este ámbito las Comunidades Autónomas.

Además de las mencionadas, en el gráfico (gráfico 1.5.) que sigue a estas líneas se representan las entidades que forman parte del mercado crediticio en el sistema financiero español en el momento actual.

Gráfico 1.6. Sistema financiero español. El sector del crédito



FUENTE: Calvo y otros (2014)

⁸El sistema financiero de cada país presenta sus peculiaridades y consideramos que en este apartado no se puede realizar un análisis conjunto de los sistemas financieros europeos. Por este motivo, la explicación se centra en el análisis del sistema financiero español teniendo en cuenta las instituciones europeas y el papel que juegan dentro del mismo.

El sector del crédito español está formado principalmente por las entidades de crédito. Son aquellas "empresas cuya actividad consista en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia" (Reglamento 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los *requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión*, y por el que se modifica el reglamento 648/2012. Diario oficial de la Unión Europea L176/1, de 27 de junio de 2013). Las mismas se dividen a su vez en entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y otras entidades de crédito en sentido más estricto. La diferencia entre ambas es que las primeras pueden realizar operaciones de captación de depósitos, mientras que las otras tienen que captar los recursos por otros medios (Presupuestos del Estado, emisión de valores en los mercados...)

Los bancos son a su vez en principal grupo institucional dentro de las entidades de depósito por lo que podrán captar depósitos del público y aplicarlos por su cuenta para conceder créditos. En España la Banca tiene naturaleza privada y forma de sociedades anónimas.

Por otro lado, encontramos también las cajas de ahorro que en su día nacieron tradicionalmente con carácter social, lo que se manifiesta en su carácter fundacional. Se fundaron con la idea de compartir la función financiera con una función benéfico-social, financiando a familias y a pymes con carácter territorial. Actualmente, su función financiera pueden realizarla bien directamente (las menos) o bien de manera indirecta a través de un banco constituyéndose como fundaciones bancarias sin actividad financiera.

En tercer lugar, las cooperativas de crédito sirven para cubrir las "necesidades financieras de sus socios y de terceros, mediante el ejercicio de actividades propias de entidades de crédito...no pudiendo alcanzar el conjunto de las operaciones con terceros no socios un porcentaje del 50%" de manera general (Calvo y otros, 2014: 39).

Por último, en el lado de las entidades estrictamente de crédito, en el caso español tan sólo encontramos el Instituto de Crédito Oficial (ICO en adelante). Se trata de una entidad pública empresarial, un banco público, adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad encargado de cubrir financiación empresarial a largo plazo en sectores y actividades económicas que debido a su especial trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica merezcan ser fomentadas. Además, las deudas y obligaciones que contrae este organismo gozan de la garantía del Estado frente a terceros.

Como hemos podido ver en el gráfico, hay otras entidades financieras que dependen del Banco de España, así como otras instituciones consideradas auxiliares. Sin embargo, nosotros hemos querido restringir la explicación más detallada a las entidades de crédito y en concreto a la banca privada (aunque usaremos indistintamente ambos términos) por tratarse del componente más relevante de nuestro sistema financiero, al igual que en la mayor parte de las economías europeas; pese a que en el día a día muchos bancos centrales ofrezcan la información de manera genérica para el sistema bancario (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) sin desglosarla entre las tres instituciones.

Al hablar de banca (o los bancos), hablamos de la banca privada; aquellas entidades con ánimo de lucro que de manera habitual reciben del público, en forma de depósito o vías similares, fondos que se aplican por cuenta propia a operaciones activas de crédito y otras inversiones, prestando además servicios de giro, transferencia, custodia, mediación y otros similares, propios de la actividad mercantil (Ley 10/2014, de 26 de junio, de *ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito*. Boletín Oficial del Estado, 156, de 27 de junio de 2014).

Podemos ver que la definición es bastante similar a la del concepto más general de entidad de crédito; sin embargo, la diferencia principal estaría en su carácter privado, su ánimo de lucro y su forma societaria como sociedades anónimas, tal y como comentamos en líneas anteriores.

También, desde una óptica europea, con un mercado financiero armonizado, Muñoz considera que habría que añadir dos requisitos más para hablar de banca: el reconocimiento mutuo de las autorizaciones de entidades de crédito otorgadas en cualquier Estado Miembro y la supervisión por parte de la autoridad competente según criterios consolidados a nivel europeo, en el país donde radique la sede central de la entidad de crédito. Así, sumaríamos la libre prestación de servicios financieros en cualquier país comunitario sin necesidad de establecimiento permanente como una característica diferencial más de la banca (Muñoz, 2009: 17) frente a cooperativas de crédito o cajas de ahorro.

Como último apunte, antes de finalizar este apartado y remitiéndonos de nuevo al gráfico 1.5. decir que junto al mercado crediticio del que hemos estado hablando, en España también se encuentran sometidos al control y supervisión del Banco de España otros mercados financieros como son el mercado interbancario, el mercado de divisas y el de deuda pública anotada.

El primero de ellos, el mercado interbancario usando la definición de Hitos es el "mercado en el que actúan fundamentalmente las entidades bancarias, que realizan operaciones de préstamo o crédito entre ellas cediéndose depósitos u otro tipo de activos a plazos muy cortos" (Hitos, 2009: 8).

El segundo de ellos se suele considerar de manera aislada dado que en el mercado de divisas son objeto de negociación las divisas que cotizan oficialmente para toda la zona euro y por tanto está completamente en manos del BCE.

El último, el mercado de deuda pública anotada, es un mercado de títulos de deuda pública cuya misión es facilitar la colocación de activos entre inversores finales para financiar las necesidades de fondos del país (Hitos, 2009). En el mercado de deuda pública español intervienen el Tesoro Público como emisor, el Banco de España se encarga de la operativa de emisión y las instituciones financieras que colocan los títulos a los inversores finales.

Antes de finalizar con este apartado, volvemos a mirar de nuevo al ámbito supranacional y en concreto al ámbito internacional. Al igual que en un país se articula el mecanismo para poner en contacto demandantes y oferentes de fondos, a nivel internacional también existen dichos mecanismos hablando así de un sistema financiero internacional. En el mismo encontraremos tantos tipos de mercados como productos o

activos financieros se intercambien, pero nosotros destacamos los Euromercados⁹: mercado interbancario, mercado de préstamos sindicados, mercado de eurobonos, euronotas o europapel.

El más importante de ellos es el mercado interbancario al que los bancos de los distintos países acuden a financiarse. Se trata de un mercado de préstamos entre bancos a nivel internacional.

1.1.3.2. Política monetaria europea

El sistema financiero, del que los bancos son una pieza clave como hemos visto, actúa como precursor de la economía real. Cuando el sistema financiero se bloquea, como ha ocurrido a nivel internacional en la última crisis financiera que hemos vivido, la economía real empieza a experimentar problemas como el decrecimiento de la producción y el consiguiente aumento de la tasa de desempleo.

Para influir en la economía y paliar estos efectos, las autoridades económicas pueden usar distintos instrumentos de la política económica a su alcance. Dentro de estas políticas instrumentales, podemos hablar de política monetaria, política fiscal, política cambiaria o políticas de oferta¹⁰.

La primera de ellas, la política monetaria es la que resulta relevante para el tema que estamos abordando. Así, los gobiernos utilizan la política monetaria para controlar la evolución de la cantidad de dinero, el crédito y en general el funcionamiento financiero, todo ello con el fin último de estabilizar la actividad económica y paliar los efectos negativos derivados de una recesión (Mochón, 2009).

Las autoridades económicas, a través de banco central controlan la cantidad de dinero y así determinan los tipos de interés e inciden en el consumo, la inversión, el producto interior bruto (PIB en adelante) y el nivel general de precios (IPC en adelante). Así, en una etapa de recesión económica, el banco central puede aumentar la oferta monetaria, lo que hará que bajen los tipos de interés oficiales y, en consecuencia, se produzca un aumento de la inversión y el consumo.

En el ámbito de la eurozona, el proceso de integración europea supone que las instituciones nacionales estén ligadas a las de la Unión, hecho que resulta especialmente evidente en lo que concierne a las instituciones financieras y monetarias.

Tras la crisis del petróleo de 1973, Europa comenzó a trabajar en su propio sistema monetario, que diese estabilidad a la Unión Europea. Prácticamente durante toda la década de los años 80, se van dando avances en esta búsqueda de estabilidad

⁹ No se trata de mercados únicamente europeos, conservan el nombre de Euromercados porque fue en Europa donde empezaron a funcionar.

¹⁰ La política fiscal se refiere a las decisiones acerca del nivel de gasto público y acerca de los impuestos; la cambiaria tiene que ver con la regulación de los mercados de divisas y las políticas de oferta son aquellas que propician los incentivos al trabajo y a la producción, así como la incorporación de mejoras tecnológicas (Mochón, 2009).

monetaria; los Bancos Centrales de cada uno de los Estados Miembros se comprometen a mantener el valor de su moneda en unos determinados límites y se empiezan a hacer los primeros cálculos monetarios de la Unión en base a una unidad de cuenta común. Ya en este momento, el incipiente Sistema Monetario Europeo (SME en adelante) proveía a los Estados Miembros de un mecanismo de crédito a corto plazo otorgado por el llamado Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM) con el objeto de facilitar a los bancos centrales las monedas comunitarias que necesitasen para intervenir en los mercados monetarios de los respectivos países (Fernández, 2007).

Este primitivo SME funcionó relativamente bien hasta casi la década de los 90, incorporando numerosas medidas orientadas a apoyar al mercado único con una integración económica y monetaria. Sin embargo, tal y como recoge Fernández fue con el Informe del Comité sobre la Unión Económica y Monetaria, conocido como informe Delors y el posterior Tratado de Maastricht de 1992 cuando comienza el proceso para sustituir las monedas nacionales por una moneda común, el euro; y se establecen los llamados criterios de convergencia; criterios macroeconómicos que debe cumplir el país para poder acceder al mismo.

Para esta última fase de avance hacia la Unión Económica y Monetaria se estableció un calendario con tres periodos temporales. En la tabla mostrada a continuación (tabla 1.4.) se recogen los principales hitos de cada una de ellos que han llevado a la situación en la que nos encontramos hoy en día.

Tabla 1.4. Calendario última fase UEM y del Euro

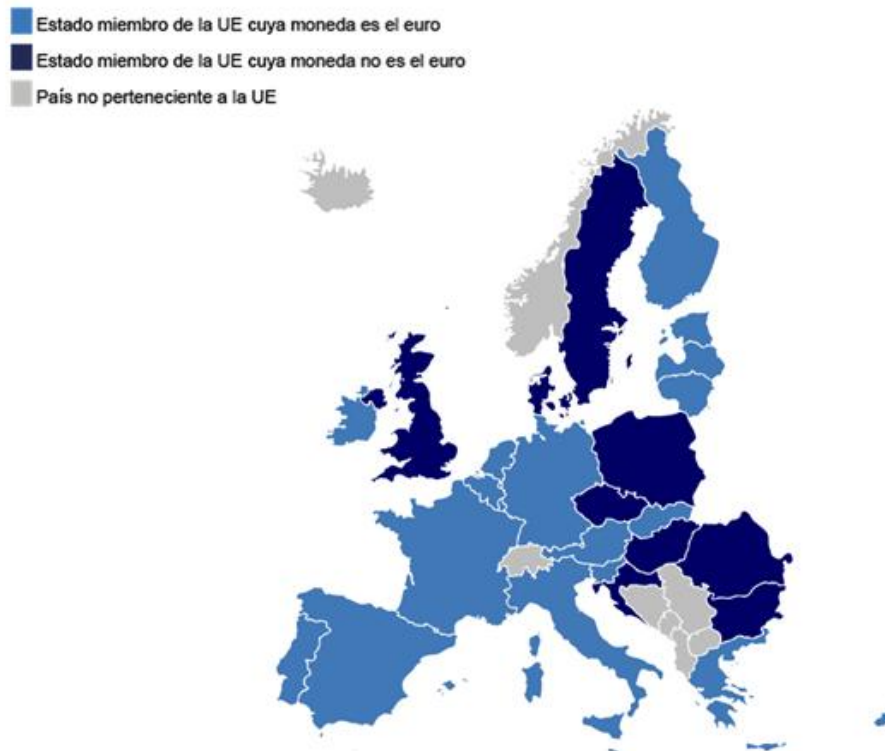
<p>Primer periodo (mayo-diciembre 1998)</p>	<p>- <i>Mayo de 1988</i>: el Consejo decide los Estados que cumplen los criterios de convergencia y entrarán en la UEM.</p> <p>- <i>Junio de 1988</i>: se crean las instituciones monetarias supranacionales.</p> <table border="0" style="width: 100%; text-align: center;"> <tr> <td data-bbox="579 1328 898 1384">Sistema Europeo de Bancos Centrales</td> <td data-bbox="1002 1339 1278 1368">Banco Central Europeo</td> </tr> <tr> <td data-bbox="579 1420 898 1554">Encargado de la cooperación monetaria entre los bancos centrales de todos los EM de la UE, no sólo los que accediesen a la UEM</td> <td data-bbox="986 1402 1294 1480">Sustituye al Instituto Monetario Europeo que a su vez había relevado al FECOM</td> </tr> <tr> <td></td> <td data-bbox="970 1518 1310 1570">Encargado de la política monetaria de la zona euro</td> </tr> </table>	Sistema Europeo de Bancos Centrales	Banco Central Europeo	Encargado de la cooperación monetaria entre los bancos centrales de todos los EM de la UE, no sólo los que accediesen a la UEM	Sustituye al Instituto Monetario Europeo que a su vez había relevado al FECOM		Encargado de la política monetaria de la zona euro
Sistema Europeo de Bancos Centrales	Banco Central Europeo						
Encargado de la cooperación monetaria entre los bancos centrales de todos los EM de la UE, no sólo los que accediesen a la UEM	Sustituye al Instituto Monetario Europeo que a su vez había relevado al FECOM						
	Encargado de la política monetaria de la zona euro						
<p>Segundo periodo (1999-2001)</p>	<p>- <i>Enero de 1999</i>: comienza la UEM. Se fijan los tipos de conversión únicos e irrevocables de las monedas de los países que entran a formar parte de la UEM.</p> <p>La antigua unidad de cuenta común evoluciona a una moneda real para la UEM, el euro.</p> <p>La política monetaria y cambiaria pasó a ser competencia exclusiva de la UEM.</p>						

<p>Tercer periodo (enero-julio 2002)</p>	<p>- <i>Enero de 2002</i>: se ponen en circulación los primeros billetes y monedas del euro.</p> <p>- <i>Marzo de 2002</i>: se retiran los billetes y monedas nacionales.</p> <p>- <i>Julio de 2002</i>: se da por iniciado el periodo definitivo de la UEM.</p>
--	--

FUENTE: Fernández (2007), y elaboración propia

La UEM pasó a sustituir al primario SME de años anteriores y el euro se convirtió en la moneda de circulación real en la eurozona, así como la moneda de referencia de otros territorios con que se han firmado numerosos acuerdos monetarios y cambiarios. La situación actual en relación al euro en territorio europeo queda reflejada en el siguiente gráfico (gráfico 1.6.).

Gráfico 1.7. Mapa de la zona euro 2015



FUENTE: www.ecb.europa.eu (2015)

Todos los Estados de la UE que han accedido a la UEM; es decir, aquellos cuya moneda es el euro se encuentran sometidos a una autoridad monetaria común, el Eurosistema, formado por el BCE y los bancos centrales nacionales de estos países.

Junto al BCE, la otra gran institución monetaria en la UE será el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC en adelante), constituido por el BCE (institución central y de gobierno) y por todos los bancos centrales de todos los Estados Miembros de la UE, sean o no miembros de la UEM.

El principal objetivo, tanto del Eurosistema como del SEBC, tal y como se refleja en la legislación comunitaria, será mantener la estabilidad de precios para lo que será necesario diseñar una política monetaria en consonancia. La diferencia entre ambos es que el Eurosistema será el encargado de definir y ejecutar la política monetaria en la zona euro; mientras que el SEBC extenderá su influencia también a aquellos países europeos que no participan en la moneda común con lo que adicionalmente realizará operaciones de divisas o promoverá el funcionamiento de los sistemas de pago entre países. En ambos casos, será el BCE la institución central.

Por tanto, en el Eurosistema que es la autoridad de relevancia para nuestro trabajo, siguiendo las palabras de Calvo podemos "diferenciar dos ámbitos distintos en el proceso de toma de decisiones relacionadas con la UEM" (Calvo, 2014: 214).

En el ámbito técnico, las decisiones las tomará el BCE, con su Consejo de Gobierno y Comité Ejecutivo al frente. Entre otras decisiones propias de la política monetaria, será el encargado de tomar las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales que a su vez fijarán los tipos de interés de mercado.

En el ámbito político, las decisiones de esta índole relativas a la UEM se tomarán entre los representantes de los gobiernos nacionales y altos funcionarios de los Estados Miembros, destacando el papel del Consejo Europeo, el Eurogrupo y el Consejo de Ministros de Economía y Hacienda (ECOFIN en adelante).

1.2. Problemas crediticios para las pymes

1.2.1. Crisis y enfriamiento de la actividad crediticia

Es muy difícil explicar el origen de la actual crisis económica en unas pocas líneas y tampoco es tal la intención de nuestro trabajo, pero consideramos necesario mencionar el proceso histórico que ha llevado a la limitación del acceso al crédito de las pymes europeas.

Para Muñoz (2009) el origen de la crisis económica que han sufrido los países occidentales desde finales de 2007 podemos situarlo en la crisis financiera que vino con el desmoronamiento de la recientemente creada ingeniería financiera. Tras la crisis del año 2000 en el mercado americano con el estallido de la burbuja de las empresas *puntocom* la Reserva Federal Americana (FED) incentivó una política monetaria con tipos de interés bajos con el objetivo de favorecer la recuperación de la economía.

Esta disminución en el margen de intermediación de las entidades financieras al bajar los tipos de interés, fue el desencadenante según el mismo autor de que comenzaran con la búsqueda de nuevas fuentes de ingresos. Así, "se desencadenó un proceso de crecimiento desmesurado del crédito sin un adecuado control del riesgo y con sistemas de medición erróneos (los ratings)" (Muñoz, 2009: 111) y apareció la llamada ingeniería financiera; prácticas que permitían el crecimiento del negocio financiero pero eludiendo los controles de supervisión y regulación existentes.

De este modo, se formó una burbuja especulativa como consecuencia del incremento continuo de los activos financieros y con la percepción del riesgo difuminada debido a la diversificación global del mismo.

En este contexto, los tipos de interés oficiales comenzaron a subir para controlar la inflación creciente y esto se trasladó a los tipos de mercado.

Y es en este momento, cuando ocurre el factor desencadenante de la crisis financiera al darse cifras de impago elevadas en las hipotecas *subprime*¹¹ americanas. La globalización financiera y la interconexión de los mercados hicieron el resto. La banca de inversión se descalabró no sólo en el mercado americano, sino también en el europeo, extendiéndose también a la banca comercial y afectando, por ende, a particulares y pymes.

Dejando de lado las consecuencias sociales que todos conocemos, para el sistema financiero internacional este proceso supuso según Muñoz (2009) una grave crisis de confianza en los Fondos de Garantía de Depósito¹² en los distintos países, la ruptura de los mecanismos de financiación del crédito y finalmente una crisis económica, con disminución en las cifras de consumo e inversión.

Con la crisis de confianza derivada por el impago de las hipotecas *subprime*, se cerraron casi por completo los mercados donde las entidades financieras comercializaban con las titularizaciones de estos préstamos en forma de emisiones de bonos. Al mismo tiempo, fue aumentando la prima de riesgo que había que pagar por nuevas emisiones debido al riesgo de impago y, todo ello, con la coexistencia de mercados no regulados y especulativos que agravaron el problema.

Al vencer estas emisiones de bonos sin renovación por parte de los inversores y con el mercado casi cerrado para volver a negociar con ellos, las entidades bancarias tuvieron que amortizarlos con sus propios recursos. Y como era de esperar, estas necesidades de liquidez de las entidades bancarias se tradujeron en una restricción al crédito a particulares y pymes.

Las elevadas tasas de crecimiento del crédito bancario que habían llegado incluso a superar con creces el incremento del PIB en algunos países europeos durante el periodo de expansión económica, cayeron drásticamente a partir de este momento, incluso registrando valores negativos en varios países durante los peores años de la crisis económica. Así es el caso de España donde la tasa de crecimiento del crédito al sector privado registró valores negativos durante el periodo 2009-2011 (Maudos, 2012).

¹¹ Las hipotecas *subprime* son aquellas consideradas de alto riesgo con altas probabilidades de impago debido a la situación personal de aquel al que se le conceden. Durante la burbuja inmobiliaria se incrementó notablemente este tipo de operaciones.

¹² Se trata de depósitos promovidos por los poderes públicos y financiados por bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y el Banco de España cuyo fin es cubrir la inversión de los particulares que han confiado su dinero en depósitos, valores u otros productos financieros si la entidad financiera entra en concurso de acreedores o quiebra.

Actualmente en España el importe garantizado es 100.000€ por depositante en cada entidad de crédito (Bankimia, 2015).

En el gráfico 1.7. recogido a continuación podemos ver el reflejo de la situación enfrentada por las pymes europeas según lo recogido en la encuesta trimestral *Bank lending survey*¹³. La gráfica corresponde a la pregunta: *En los tres últimos meses, ¿cómo han cambiado los criterios que tu entidad bancaria aplica para la aprobación de préstamos o líneas de crédito empresariales?* La gráfica representa la diferencia expresada en porcentaje entre aquellos que respondieron que las condiciones se habían endurecido considerablemente o que las condiciones se habían endurecido de algún modo y entre aquellos que respondieron que se habían facilitado considerablemente o de algún modo.

Gráfico 1.8. Endurecimiento en el acceso a la financiación para el tejido empresarial europeo (2004-2015)



FUENTE: www.sdw.ecb.europa.eu (2015)

Queda por tanto reflejado, que entre mediados del año 2004 y finales del año 2008 la mayor parte de bancos facilitaron las condiciones de acceso al crédito, siendo por tanto el resultado negativo. Sin embargo, a partir de este momento, las condiciones de acceso a la financiación para el tejido empresarial europeo se han endurecido; siendo el periodo 2008-2009 y el año 2012 los peores momentos para la actividad crediticia empresarial¹⁴.

Estas trabas en el acceso a la financiación privada en un momento en que para algunas pymes europeas se hacía más necesario que nunca debido a unos beneficios cada vez menores o incluso negativos, hicieron que durante estos años se hayan fomentado mecanismos tanto europeos como nacionales para proporcionar financiación pública e intentar frenar así la destrucción de tejido empresarial.

¹³ Encuesta sobre préstamos bancarios que se realiza a instituciones financieras de los distintos países.

¹⁴ En el siguiente apartado, cuando analicemos este fenómeno por países será cuando veremos tendencias más claras que tomando como referencia toda la zona euro.

Por ejemplo, la Comisión Europea ha procedido durante este tiempo a simplificar las reglas de ayudas estatales a las pymes y en 2009 propuso el establecimiento de un sistema de microcréditos con un presupuesto inicial de 100 millones de euros. Asimismo, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) reservó al comienzo de la crisis económica 30 billones de euros para préstamos a las pymes en el periodo 2008-2011 (AEVAL, 2011: 31).

Sin embargo, parece que en algunos países ni estas medidas europeas, ni las nacionales han sido eficaces a la luz de los graves problemas crediticios que han sufrido las pymes.

1.2.2. Fragmentación financiera de la zona euro

La crisis financiera que se produjo de forma generalizada en los mercados financieros estadounidense y europeos, afectó a cada uno en función de su situación económica anterior y de su grado de dependencia de los productos financieros contagiados por las hipotecas *subprime*. Sin embargo, para abarcar toda la magnitud del problema y entender por qué la eurozona se ha visto tan afectada, debemos añadirle la crisis de deuda soberana a la que se han enfrentado algunos de sus Estados Miembros.

En el momento de estallido de la crisis financiera ya las finanzas públicas de alguno de los Estados Miembros de la UE eran muy vulnerables, con altos niveles de deuda pública y débiles sistemas bancarios. Hasta el año 2009 la crisis afectó principalmente a los bancos y a los sistemas financieros nacionales que se refugiaron en el euro y en las inyecciones de liquidez del BCE para hacer frente a sus problemas, pero a partir de este momento se transmitió a la economía real.

Se descubrió entonces la delicada situación en Grecia, con una deuda pública del 150 por ciento de su PIB, a todas luces impagable (Escorsa, 2011). Las propuestas de solución al problema griego, con un rescate de 110 millones de euros tras numerosos desencuentros entre los distintos países europeos y las exigencias de duros planes de austeridad por parte del Gobierno alemán, no convencieron a los mercados. La desconfianza se contagió a otros mercados europeos, "especialmente a los países periféricos del Eurosistema (Portugal, Irlanda, España e Italia) y a algunos considerados como no periféricos (Bélgica y Francia), cuyas finanzas públicas y sistemas financieros mostraban índices elevados de vulnerabilidad, debido bien a la situación de las economías o a su implicación en el mercado inmobiliario" (Calvo, 2014: 212).

Esta situación, supuso además en palabras de la propia autora "una aguda crisis de confianza sobre las perspectivas de sostenibilidad de la propia UEM" (Calvo, 2014: 212) lo que acabó por acrecentar aún más el problema. Fue necesario el anuncio de reformas económicas y fiscales en los distintos países del Eurosistema junto con la iniciativa de publicar los resultados de las pruebas de resistencia o *stress tests*¹⁵, para

¹⁵ Se trata de simulaciones acerca de la capacidad de los bancos y cajas europeos para enfrentarse a un deterioro general de la economía con un mínimo nivel de solvencia. Son llevadas a cabo por los supervisores nacionales, normalmente el banco central del país y el comité de supervisores bancarios europeo con el objetivo de mostrar a los inversores que el sistema financiero europeo está saneado.

que la situación se estabilizara. Pero tan sólo fue una solución para los países centrales, comenzando un periodo de turbulencias financieras para los países periféricos.

La desigualdad en los efectos que ha tenido la crisis financiera en los distintos países de la eurozona, ha traído como consecuencia la fragmentación del mercado financiero europeo. En los países que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis de deuda soberana, las pymes han tenido que soportar mayores costes de financiación, lo que a su vez ha traído menores niveles de inversión. Todo ello, unido a los programas de austeridad implantados para luchar contra el déficit público y el elevado nivel de deuda soberana ha retrasado su recuperación frente a otros países europeos.

Son los llamados *distressed countries*; países en los que los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y familias se han situado durante estos años muy por encima de los del resto de países de la zona euro. Para Maudos (2013) este grupo de países está formado por Chipre, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Eslovenia.

Hasta el año 2005 hubo avances notables en el proceso de integración financiera europea; si bien, con desigualdades dependiendo del tipo de mercado. Europa apostó fuertemente por la integración financiera¹⁶ de sus mercados con la creación de la moneda única, apoyada también por la progresiva armonización de los mercados regulatorios nacionales y el desarrollo de infraestructuras financieras transfronterizas.

Sin embargo, desde ese momento hemos asistido a la progresiva ruptura o fragmentación financiera de la UE. Nosotros vamos a centrarnos en los pasos dados en el mercado interbancario y en el mercado bancario o crediticio.

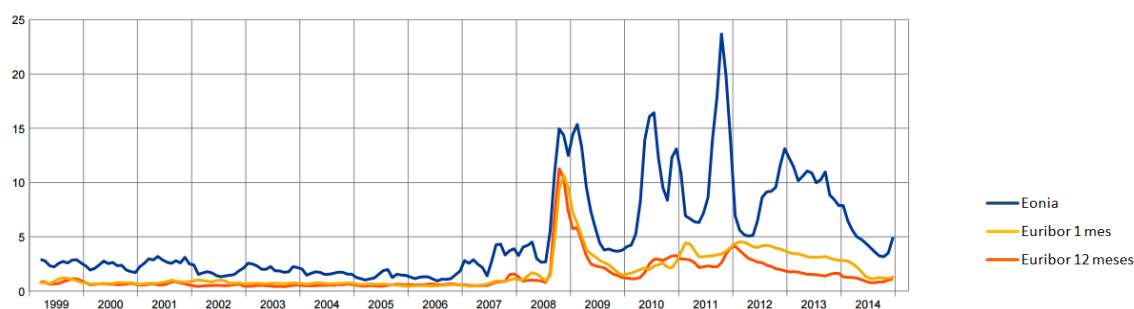
En el primero de los gráficos que siguen a estas líneas (gráfico 1.8.) se muestra cómo ha evolucionado la desviación típica de los tipos de interés del mercado interbancario (Euribor¹⁷ y Eonia¹⁸).

¹⁶ "Un mercado se considera plenamente integrado cuando los agentes, independientemente de su nacionalidad o residencia tienen acceso a él en igualdad de condiciones. Por tanto, una mayor integración financiera entre economías tenderá a manifestarse en un incremento de los flujos de capital transfronterizos, en una disminución del sesgo doméstico en las carteras de los agentes y en una convergencia en el precio de los instrumentos financieros con características similares" (Miralluelo y Del Río, 2013: 41).

¹⁷ Cuando hablamos de Euribor nos referimos al tipo europeo de oferta interbancaria. Es el tipo medio de interés al que se prestan entre sí un panel de bancos europeos compuesto por aquellos con una excelente valoración crediticia. Existen distintos índices del Euribor dependiendo del plazo de vigencia al que se refieran.

¹⁸ Al hablar del Eonia nos referimos al tipo de interés interbancario con un plazo de vigencia de 1 día. Se elabora a partir de las operaciones realizadas durante ese día, mientras que el Euribor se fija en función de la oferta y demanda interbancarias.

Gráfico 1.9. Desviación típica de los tipos de interés del mercado interbancario (puntos básicos)



FUENTE: BCE (2015)

Como se puede observar en el gráfico, el mercado interbancario avanzó hacia la integración europea con la entrada del euro, permanecido la desviación típica de los tipos de interés interbancarios en la zona europea muy reducida hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008¹⁹. A partir de este momento los tipos de interés interbancarios comenzaron a variar entre los Estados Miembro. Tras el primer pico inicial, se produjo otro aumento en la diferencia entre los tipos de interés en el año 2010, con el estallido de la crisis de deuda soberana. A partir de 2012 podemos ver como la financiación interbancaria entre los países de la eurozona ha ido avanzando hacia la igualdad de condiciones aunque sin llegar a los niveles anteriores a 2007. Esta última tendencia responde a los anuncios del BCE de su predisposición a llevar a cabo compras directas de deuda de sus Estados Miembros.

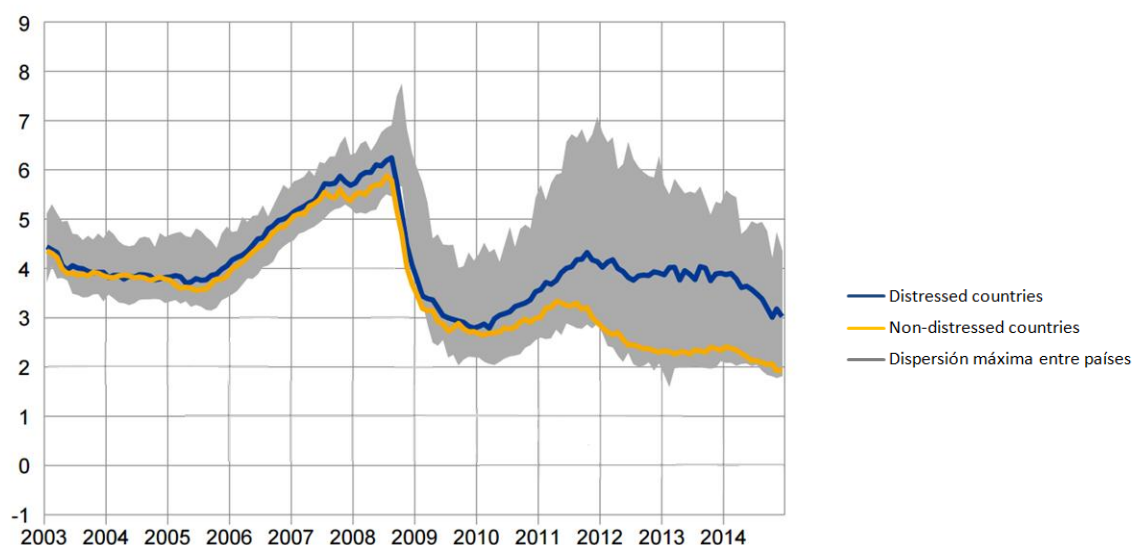
El siguiente mercado que vamos a tratar va a ser el mercado bancario o mercado crediticio que ha mostrado movimientos mucho más abruptos que el mercado interbancario en el periodo de referencia.

Tal y como queda reflejado en el siguiente gráfico (gráfico 1.9), a partir del año 2009 ha comenzado un proceso de retroceso en el grado de integración alcanzado por el mercado bancario anteriormente; desde 2010 esta fragmentación financiera en el mercado bancario o crediticio entre países no ha parado de crecer. Así, los costes por acceder a la financiación en los llamados *distressed countries* han estado casi dos puntos porcentuales, 200 puntos básicos, por encima de los tipos de interés marcados en los llamados *non-distressed countries* (Austria, Bélgica, Alemania, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos) durante todo el periodo 2011-2014.

Se ha llegado incluso a situaciones en las que mientras las empresas de un país europeo se financiaban a un tipo de interés de algo menos del 2%, sus homólogas en otro país incluido en la misma unión monetaria se financiaban pagando un coste por los recursos financieros superior al 6%.

¹⁹ Se trató de la quiebra del cuarto banco de inversión en EEUU, que supuso la constatación de la crisis financiera comenzada unos meses antes.

Gráfico 1.10. Indicadores compuestos de los tipos de interés de los préstamos bancarios a entidades/empresas no financieras



FUENTE: BCE(2015)

NOTA: Los indicadores están compuestos por un agregado de los tipos de interés a corto y a largo plazo. Para el agregado de países se ponderan los valores con la media móvil del volumen de nuevas operaciones.

Esta situación, unida a la importancia que tiene la financiación bancaria en el conjunto de las pymes europeas y que hemos visto en apartados anteriores, ha supuesto que estos países, ya de por sí con peores situaciones de partida, hayan tenido que enfrentar mayores dificultades para mantener y generar tejido empresarial.

Ante esta situación son varios los autores que han adoptado una actitud crítica ante la actuación de la eurozona. Al pertenecer a una zona monetaria común, los países han perdido alguno de los instrumentos de la política económica como la posibilidad de alterar los tipos de interés oficiales o el tipo de cambio por su cuenta; lo que les hubiese permitido mejorar la competitividad de las economías nacionales (Calvo, 2014: 208). Frente a esta situación y en un contexto de unión económica, para estos autores la actuación de países e instituciones europeas ante una crisis financiera, ha puesto de manifiesto una crisis de políticas de cooperación como queda reflejado en este proceso de fragmentación financiera.

1.2.3. Política monetaria del BCE. Tipos de interés oficiales.

El BCE, fundado el 1 de junio de 1998, constituye el núcleo del Eurosistema y del SEBC como ya hemos explicado anteriormente.

El Consejo de Gobierno del mismo, formado por los gobernadores de los bancos centrales de los distintos países será el encargado de tomar las decisiones relativas a la política monetaria única en la eurozona, que posteriormente los bancos centrales nacionales se encargarán de ejecutar. Los instrumentos de los que dispone el BCE en el ámbito de la política monetaria son tres: puede realizar operaciones de mercado abierto,

ofrecer facilidades permanentes o exigir a las entidades de crédito el mantenimiento de unas reservas mínimas (BCE, 2006: 8).

En el caso de los dos primeros el objetivo es controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria. Las operaciones de mercado abierto se refieren a operaciones en las que el BCE concede liquidez a las entidades bancarias a cambio de determinados activos no líquidos que estas tienen en su pasivo (Arroyo, 2015). Por otro lado, las facilidades permanentes permiten a los bancos cubrir sus necesidades de liquidez en el plazo de un día y son gestionadas por los bancos centrales nacionales.

Finalmente, el mantenimiento de unas reservas mínimas que se exige a los bancos comerciales en el ámbito del Eurosistema tiene como objetivo estabilizar los tipos de interés y contribuir a regular la liquidez.

Las operaciones de mercado abierto, de entre los tres, son el principal instrumento en las operaciones de préstamo entre el BCE y las entidades de crédito, ante las necesidades de liquidez de estas últimas.

Atendiendo a la finalidad, a la periodicidad y al tipo de procedimientos utilizados para ponerlas en marcha encontramos distintos tipos de operaciones que se recogen en la siguiente tabla (tabla 1.5.).

Tabla 1.5. Operaciones de mercado abierto en el Eurosistema²⁰

Operaciones	Finalidad		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales	-	Una semana	Semanal	Subastas estándar
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales	-	Tres meses	Mensual	Subastas rápidas Procedimientos bilaterales

²⁰ Véase: Banco Central Europeo (2006). *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006es.pdf>)

Operaciones	Finalidad		Vencimiento	Periodicidad	Procedimiento
	Inyección de liquidez	Absorción de liquidez			
Operaciones de ajuste	Operaciones temporales <i>Swaps</i> de divisas	Operaciones temporales Depósitos a plazo fijo <i>Swaps</i> de divisas	-	No periódica	Subastas rápidas Procedimientos bilaterales
	Compras simples	Ventas simples	-	No periódica	Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales	Emisión de certificados de deuda	-	Periódica/no periódica	Procedimientos bilaterales
	Compras simples	Ventas simples	-	No periódica	Subastas estándar

FUENTE: BCE (2006), y elaboración propia

Las recogidas en primer lugar, las llamadas operaciones principales de financiación son la principal fuente de financiación del sistema crediticio en el Eurosistema, y por tanto, sobre las que vamos a tratar.

Se trata de operaciones temporales de inyección de liquidez. Son operaciones que se ejecutan semanalmente entre el Eurosistema y las entidades de crédito, aunque se ejecutan de forma descentralizada por los bancos centrales de cada país. De este modo, el Eurosistema concede liquidez a las entidades bancarias a cambio de la cesión temporal de activos; articulándose la operación mediante subastas estándar²¹.

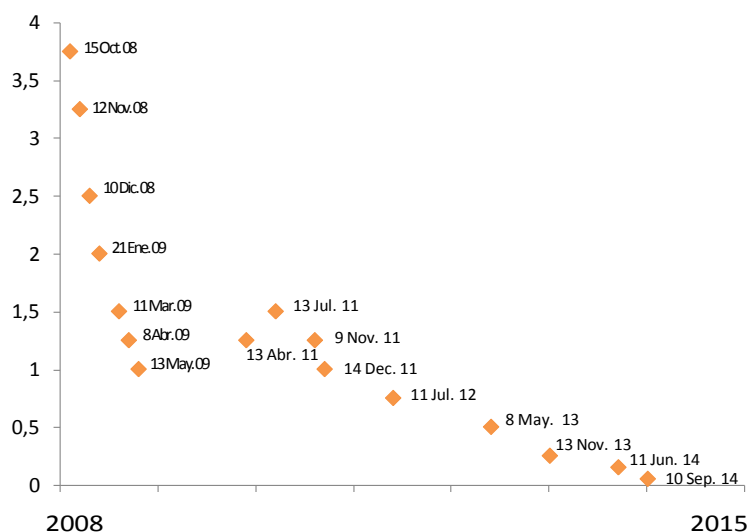
Desde Octubre de 2008, todas las operaciones de estas características que ha anunciado el BCE han sido subastas a tipo fijo; es decir, el BCE ha satisfecho todas las demandas de liquidez recibidas siempre que la entidad cumpliera con los requisitos exigidos para participar en la subasta lo que ha llevado a algunos autores a hablar de "barras libres" de liquidez.

²¹ En la subasta estándar, el plazo máximo transcurrido entre el anuncio de la subasta y la notificación de las adjudicaciones es de 24 horas y puede participar toda aquella entidad financiera que cumpla con lo dispuesto por el BCE (Arroyo, s.f.).

Este tipo de interés fijado para cada subasta es el tipo de interés oficial de referencia²² del Eurosistema y será el que oriente la política monetaria de la Unión; los aumentos o disminuciones del mismo influyen directamente en el resto de operaciones que las entidades bancarias formalicen entre ellas, con las empresas o con las familias.

A lo largo de los últimos años de recesión sufridos, el BCE ha optado por una política monetaria expansiva para inyectar liquidez a la economía europea, Para ello ha ido bajando los tipos de interés oficiales de referencia como se puede ver en el gráfico 1.10. con el objetivo de que este descenso de transmitiera el mercado interbancario y crediticio. Si bien, para algunos autores como De Grauwe la respuesta del BCE fue tardía manteniendo tipos de interés más altos que los de la Reserva Federal Americana o el Banco de Inglaterra cuando la Eurozona ya mostraba signos de recesión (De Grauwe, 2010).

Gráfico 1.11. Tipo de interés oficial de referencia BCE 2008-2015 (tipo interés operaciones principales de financiación)



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Key ECB interest rate Statistics*, publicados por el BCE (2008-2014)

En el gráfico 1.10. superior podemos ver las sucesivas bajadas que el BCE ha llevado a cabo en los tipos de interés oficiales de referencia para las operaciones principales de financiación. Podemos ver, como desde 2008, la tendencia del BCE ha sido clara; bajando paulatinamente los tipos de referencia hasta valores muy próximos a cero a finales de 2014.

Estas bajadas en el tipo de interés que cobra el BCE a los bancos comerciales por las operaciones temporales de cesión de activos permitieron a los sistemas bancarios de los países de la UEM acudir a estas ofertas de liquidez del BCE con el objetivo de

²² Pese a que hay otros tipos de interés en el marco del Eurosistema, cuando hablamos del tipo de interés del BCE o tipo de interés oficial de la eurozona hacemos referencia a este tipo de interés fijado para las operaciones de refinanciación.

paliar las necesidades de liquidez que tenían fruto de la crisis financiera, como hemos indicado anteriormente.

Sin embargo, como ya hemos visto no todas las economías reales de los Estados Miembros de la Unión llegaron a sentir el efecto de estas medidas. Así, en los llamados *distressed countries* la bajada de los tipos de interés oficiales no se transmitió a los tipos de interés para los préstamos otorgados a familias y empresas.

En el siguiente capítulo pasamos a analizar cómo se transfieren estos tipos de interés al mercado crediticio y qué ha influido en que en algunos países el proceso no se haya completado correctamente.

CAPÍTULO 2

Del Banco Central Europeo a cada PYME.



La asimetría entre países en los efectos de las medidas de política monetaria que el BCE ha tomado es una realidad como hemos visto, reconocida incluso por el propio Mario Draghi, presidente del BCE desde noviembre de 2011 (EFE Economía, 2013).

Por tanto, vamos a pasar a ver en este capítulo cómo debería haber funcionado el mecanismo de transmisión de las medidas tomadas por las autoridades financieras de la UE; las medidas no convencionales que se tomaron ante la ruptura de este mecanismo y la principal causa de que el mismo no funcionase bien para todos los Estados Miembros: la crisis de deuda soberana.

Una vez vistos estos conceptos, estaremos en predisposición de pasar a presentar nuestro planteamiento.

2.1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria

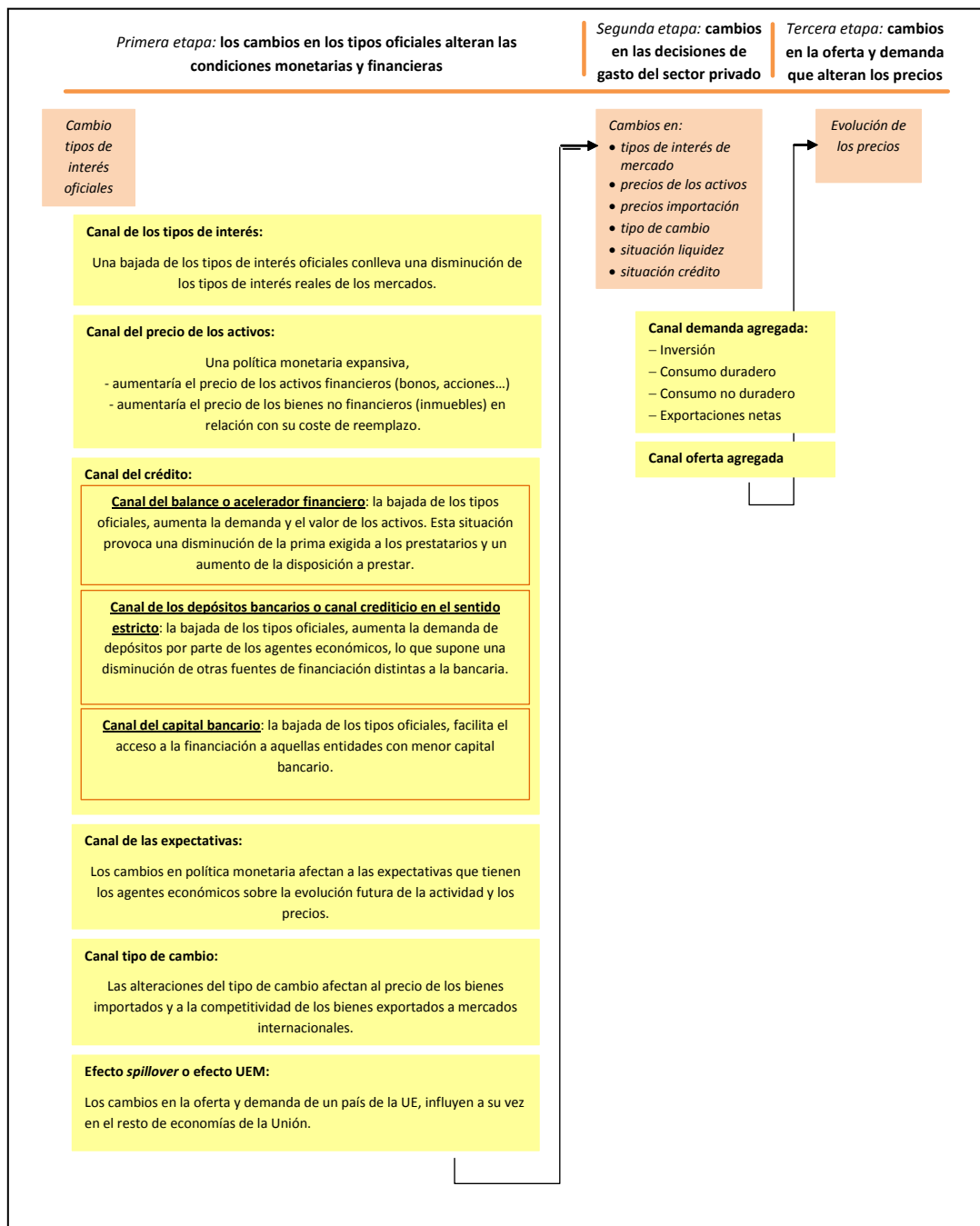
"El mecanismo de transmisión monetaria está compuesto por el conjunto de canales a través de los cuales las medidas de política monetaria afectan a las variables reales" (Esteve y Prats, 2007: 32).

En la zona Euro el punto de partida serán las variaciones en el tipo de interés oficial de referencia, reflejo de la política monetaria expansiva o recesiva por la que opte la eurozona.

Esta variación provoca una reacción en las condiciones monetarias y financieras del área. En una segunda etapa, los cambios en los tipos de interés de mercado, los precios de los activos, el tipo de cambio y la situación general de liquidez y del crédito en la economía, consecuencia de la primera etapa, alteran las decisiones de gasto del sector privado. En la tercera fase, los cambios producidos tanto en la demanda como en la oferta agregada, alterarán el nivel de precios y la actividad real medida en términos de PIB en la UE. En el gráfico que sigue a estas líneas (gráfico 2.1.) se resume el mecanismo de transmisión con los distintos canales a través de los cuales se produce.

Hay numerosos estudios en la literatura acerca de los canales a través de los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria a la economía real, pero nosotros destacamos los estudios llevados a cabo por Mishkin entre 1995, 1996 recogidos por Esteve y Prats en el año 2007.

Gráfico 2.1. Funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria



FUENTE: Esteve y Prats (2007), y elaboración propia

En Europa, la inversión empresarial es el componente de la demanda agregada que lidera los cambios en el PIB y a su vez es muy sensible a las modificaciones en el coste del uso de la financiación (Esteve y Prats, 2007: 40). Es por ello, que las restricciones y el endurecimiento de las condiciones para otorgar créditos a las empresas ha afectado tanto a varios países europeos.

La investigación²³ llevada a cabo en este punto, ha confirmado la importancia del canal de los tipos de interés a través del coste del capital de la inversión; es decir, el tipo de interés soportado por las empresas para acceder a la financiación (BCE, 2010).

Igualmente se ha confirmado la importancia del canal del crédito para transmitir los tipos de interés oficiales a cambios en la oferta de crédito empresarial por parte de las entidades bancarias.

2.2. Medidas no convencionales

Las tensiones financieras surgidas desde mediados del año 2007, dificultaron el funcionamiento de los mercados interbancarios y con ellos los procesos de gestión de liquidez a escala mundial. Aumentaron las tensiones en los mercados bancarios, bajo el temor a la insolvencia de las entidades bancarias que a su vez se volvieron cada vez más tendentes a acumular liquidez (Esteve y Prats, 2011: 12).

Por otro lado, la bajada de los tipos de interés de referencia hasta valores próximos a cero, llevó a caer en la llamada "trampa de la liquidez"²⁴.

En este contexto, la modificación de los tipos de interés oficiales, fue insuficiente para garantizar la transmisión de los impulsos en la política monetaria a la economía real; a este hecho se refieren los teóricos cuando hablan de la ruptura del mecanismo tradicional de transmisión de la política monetaria. Se hizo necesario entonces aplicar medidas de carácter no convencional que ayudaran a frenar la expansión de la crisis financiera y fortalecieran la economía de los países europeos.

Paulatinamente el BCE fue poniendo en marcha estas medidas complementarias a la bajada de los tipos de interés oficiales de referencia. Entre otras medidas el BCE amplió el plazo medio de sus préstamos al aumentar el peso relativo de las operaciones de financiación a más largo plazo frente a las operaciones principales de financiación con vencimiento semanal; empezó a realizar las subastas de ambos tipos de operaciones a tipo fijo y con adjudicación plena de todas las demandas recibidas o puso en marcha un programa de compra de bonos garantizados²⁵. Asimismo, también optó por una nueva política de comunicación en torno a la orientación de la política monetaria en la Eurozona con el objetivo de crear confianza en los mercados financieros.

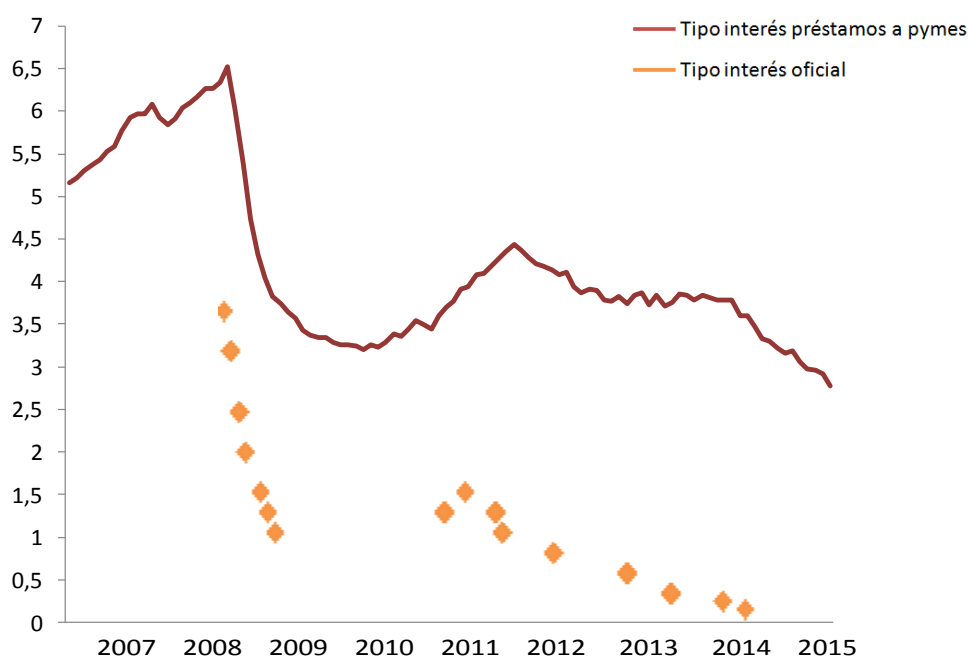
²³ Son varias las investigaciones relativas a la transmisión de los impulsos de la política monetaria en la Eurozona. En concreto los resultados pertenecen a una red de investigación, *Monetary Transmission Network* creada en 1999 por el Eurosistema para tal fin.

²⁴ Concepto desarrollado inicialmente por Robertson, pero tradicionalmente atribuido a Keynes. La trampa de la liquidez aparece cuando los tipos de interés de referencia alcanzan un valor mínimo por debajo del cual no pueden reducirse, por lo que deja de ser un instrumento eficaz para la política monetaria.

²⁵ Los bonos garantizados son activos de renta fija a largo plazo emitidos por las entidades de crédito para financiar préstamos a los sectores públicos o privados, frecuentemente relacionados con operaciones inmobiliarias (Esteve y Prats, 2011: 23).

Con este conjunto de medidas acompañando a las bajadas en los tipos de interés oficiales se consiguió que en el conjunto de la UE los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela siguieran la misma tendencia bajista. Como vemos en el gráfico inferior (gráfico 2.2.) la aplicación conjunta de medidas convencionales y no convencionales ha permitido que los estímulos de la política monetaria se transfieran finalmente a la economía real a través de los canales mencionados en apartados anteriores.

Gráfico 2.2. Transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés reales



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Key ECB interest rates y Bank interest rates Statistics*, publicados por el BCE (2007-2015)

El gráfico representa, por un lado, el tipo de interés medio en el conjunto de la UE para préstamos otorgados a empresas de nueva creación por importes inferiores a un millón de euros²⁶, siendo el mismo revisable anualmente. Por otro lado, se representan también las sucesivas bajadas de los tipos oficiales de referencia que ha llevado a cabo el BCE.

Como se puede observar, ambos conceptos han seguido tendencias paralelas, evidenciando que los mercados crediticios europeos en su conjunto han respondido a las medidas llevadas a cabo por las instituciones financieras europeas. En este punto es

²⁶Se ha elegido este tipo de operaciones de financiación para tener en cuenta su coste financiero por tratarse de las operaciones típicas solicitadas por las pymes europeas en el conjunto de la UE. En apartados posteriores se explicará más detenidamente este hecho.

importante resaltar el término en conjunto, pues como ya hemos adelantado y como veremos a continuación con más detalle, no ha sido así en los mercados crediticios de todos los países.

2.3. Crisis de deuda soberana

Como hemos comentado en el capítulo anterior al hablar de la fragmentación financiera en el ámbito de la Eurozona la existencia de asimetrías en la transmisión de las reducciones de los tipos de interés oficiales es una realidad. Ni el peso de los canales de transmisión, ni los efectos del mecanismo de transmisión han sido los mismos en todos los países que forman parte de la UEM.

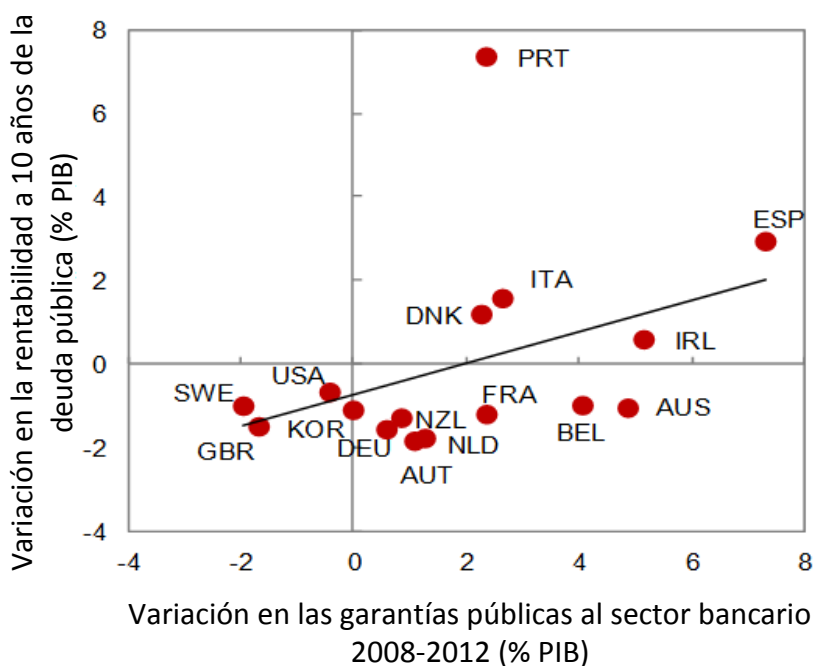
En el caso de los llamados *distressed countries*, Chipre, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y Eslovenia el resultado final de las medidas tomadas por el BCE ha estado muy alejado del objetivo esperado. Estos países, periféricos en su mayoría, han visto como la bajada en los tipos de interés oficiales con la intención de inyectar liquidez a la economía no se ha transmitido a su mercado bancario o crediticio.

Es al preguntarnos el porqué de esta situación cuando entra en escena la crisis de deuda soberana que han sufrido estos países adicional a la crisis financiera global. Como ha reconocido el propio BCE en estos países "los tipos de interés bancarios [para la financiación de empresas y familias] responden mucho más a la prima de riesgo soberana de cada país que a los tipos de interés de intervención BCE, por lo que las decisiones de política monetaria tienen efectos bien distintos por países" (Maudos, 2013: 2).

Con la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 se produjo la pérdida de confianza en todos los sistemas bancarios, con retiradas masivas de depósitos independientemente de lo solvente que fuese la entidad. Los países europeos se mostraron entonces dispuestos a mantener la estabilidad de sus sistemas bancarios para lo cual se tomaron distintas medidas como inyecciones de capital, programas de compra de activos afectados por la crisis de las hipotecas *subprime* o programas de garantías en emisiones de entidades financieras.

Tal y como reconocen Berges, Ontiveros y Valero se abrió así la posibilidad de que los Estados tuvieran que asumir finalmente las deudas avaladas a sus sistemas bancarios y el riesgo se transmitió a las cuentas públicas de los Estados (Berges, Ontiveros y Valero, 2013: 134). Este hecho se refleja en el gráfico que sigue a continuación (gráfico 2.3.) en el que se recoge, durante el periodo 2008-2012, la correlación entre la variación, por un lado, del tipo de interés de los bonos públicos a 10 años y por otro lado, la variación en términos de porcentaje del PIB en el apoyo que los distintos países han dado a sus sistemas bancarios avalando bonos emitidos por las entidades financieras.

Gráfico 2.3. Apoyo público a los bancos y variación de primas de riesgo soberano



FUENTE: <http://www.imf.org> (2012)

Como refleja el gráfico, se trata de una relación positiva. Aquellos países que mostraron más predisposición a apoyar a sus sistemas bancarios con fondos públicos, garantizando los bonos bancarios, vieron crecer los tipos de interés a los que financiarse como país, síntoma de un mayor riesgo soberano percibido por el entorno internacional. Para Berges y otros (2013) esta relación positiva se incrementa aún más si añadimos los efectos indirectos derivados del deterioro de la calidad de activos bancarios resultado de la crisis financiera. Este hecho supuso la pérdida de la capacidad de los bancos de suministrar financiación a la economía y agravó aún más la situación en los países que tuvieron una participación más activa en los rescates de sus sistemas bancarios.

Por otro lado, cuando la crisis iniciada en el sistema bancario se trasladó a la economía real, los gobiernos se vieron obligados a asumir paquetes de soporte público; bien fuesen reducciones de impuestos o aumentos en el gasto público, o bien se tratase de prestaciones por desempleo, jubilaciones anticipadas...

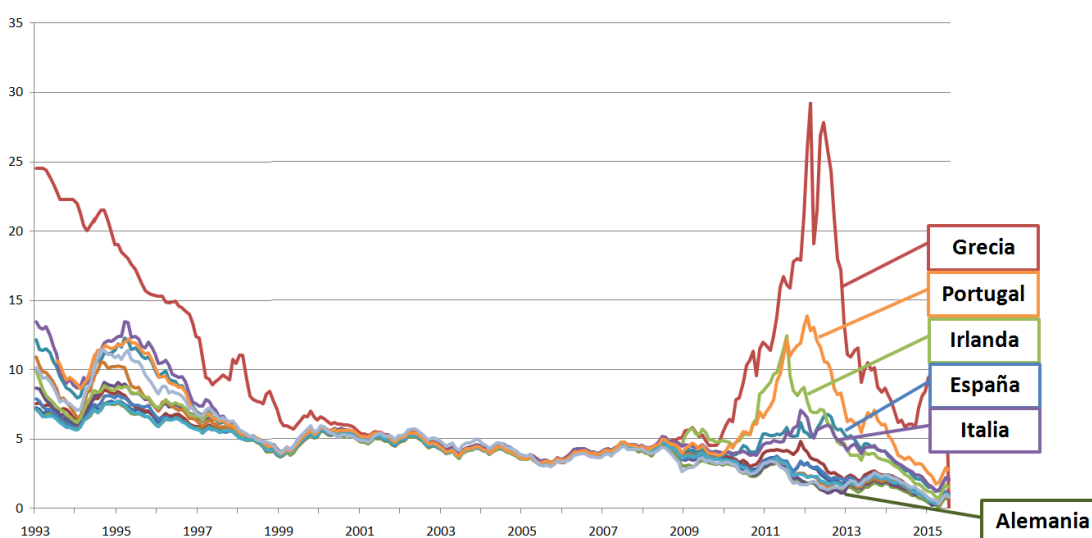
Los países periféricos que desde la entrada en la UEM habían disfrutado en su mayoría de una fase expansiva con altas tasas de crecimiento, se encontraron al inicio de esta crisis económica con niveles muy elevados de créditos al consumo y a la vivienda, así como niveles altos en los precios de los activos. De igual modo, la coyuntura económica favorable también había hecho que en las cuentas públicas de estos países hubiese importantes volúmenes de deuda asociados a grandes gastos e inversiones públicas de periodos anteriores.

A esta situación económica ya vulnerable en las finanzas públicas, se unió por tanto los grandes paquetes de apoyo público que la mayoría de estos países dieron a sus sistemas financieros incrementando aún más los niveles de déficit público.

Es en este momento cuando la deuda pública pasa a ser un activo de riesgo y el deterioro de las finanzas públicas acaba repercutiendo en la percepción de capacidad de pago y solvencia de los Estados. La medida de este riesgo soberano viene dada por la llamada prima de riesgo o riesgo país; es decir, en el caso de la Unión Europea, el diferencial medido en puntos básicos entre el tipo de interés que se paga en cada momento por los bonos a 10 años²⁷ emitidos por un Estado Miembro de la UE y el que se paga por el mismo instrumento financiero en el caso del Estado alemán, considerado actualmente el país cuyos activos tienen riesgo casi nulo.

En el siguiente gráfico (gráfico 2.4.) se recogen la rentabilidad, o tipo de interés que se ha pagado por los bonos de los Estados Miembros europeos.

Gráfico 2.4. Rentabilidad de los bonos de deuda pública a 10 años



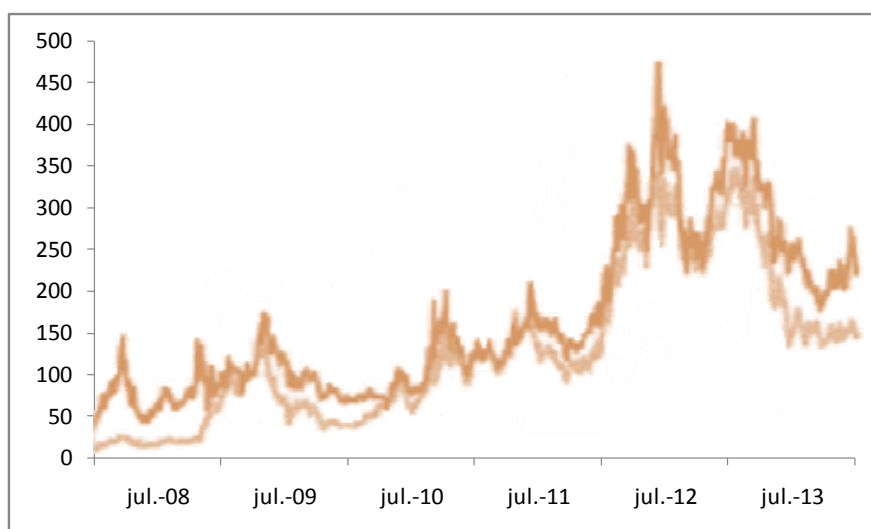
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Statistical Data Warehouse* publicados por el BCE (1993-2015)

Como se puede observar, la entrada en funcionamiento de la moneda única en 1999, trajo consigo la unificación de los valores de riesgo para los distintos países de la UEM; sobre todo, permitió la caída de los tipos de interés para los bonos a 10 años de los países de la periferia europea a valores más cercanos a los de los bonos emitidos en Alemania o Francia. Tras esto, durante todo el periodo de bonanza económica del que disfrutó la UE no se apreciaron cambios en los costes de financiación entre países. Sin embargo, con el estallido de la crisis financiera a finales de 2008 y sobre todo, a partir de 2010 cuando la crisis económica llega a las arcas públicas, las primas de riesgo de países como Grecia, Portugal, Irlanda, Italia o España se disparan con respecto a las de los países centrales de la Unión.

²⁷Cuando hablamos de deuda pública un bono a 10 años representa un instrumento financiero usado por el Estado para conseguir fondos. Se tratan de activos financieros con un valor nominal de 1000 euros y que reparten una serie de intereses fijos anuales (rentabilidad) a lo largo de la vida del título de deuda. En España, se suelen llamar obligaciones por ser a largo plazo, pero en los mercados europeos se refieren a este instrumento como bonos u obligaciones indistintamente.

A la vez que se estaba produciendo este movimiento de contagio de la percepción de riesgo desde los sistemas bancarios a los Estados, tenemos que tener en cuenta que en los países europeos los bancos son sus principales proveedores de fondos. Por tanto, cuando los bonos estatales se volvieron un activo de riesgo, el proceso volvió a retroalimentarse contagiando el riesgo soberano al riesgo bancario. Tal y como recogen Berges y otros (2013) se estableció así "un proceso de autoalimentación entre la credibilidad y solvencia de la deuda pública y la de los sistemas bancarios de los distintos países (Berges y otros, 2013: 129). El gráfico 2.5. donde se representan las primas de los *Credit Default Swaps*²⁸ soberanos y bancarios, otra medida del riesgo junto con la prima de riesgo, ilustra este hecho; podemos observar como el movimiento en ambos casos es casi paralelo.

Gráfico 2.5. Correlación entre riesgo bancario y soberano en la eurozona



FUENTE: Berges, Ontiveros y Valero (2013)

NOTA: Los valores reflejados son diferenciales medidos en puntos básicos sobre el principal de los contratos para todos los países de la UEM.

En los países periféricos, la situación iba empeorando a medida que los bancos financiaban en mayor medida a los Estados, animados por el efecto llamado *carry trading*: acudir a las subastas de liquidez del BCE con tipos de interés más bajos cada vez como ya hemos comentado anteriormente, para a continuación invertir en bonos de deuda soberana con rentabilidades crecientes.

Así, también en palabras de los mismos autores "los bancos de los países periféricos (España, Italia, Irlanda, Portugal y Grecia) se convirtieron en importantes deudores del BCE...[mientras que] por el contrario, los bancos de los países más

²⁸Un *credit default swap* es un contrato negociado en un mercado no organizado, similar a un seguro, en el que el comprador paga una determinada prima (cantidad fija) hasta su vencimiento o el incumplimiento crediticio. Si el incumplimiento se produce antes del vencimiento, el vendedor de la protección paga una compensación al comprador.

saneados financieramente (Alemania, Holanda y Finlandia) asumían importantes posiciones acreedoras frente al Eurosistema.

Finalmente las, para muchos excesivas, medidas de austeridad tomadas en estos países en respuesta a los desequilibrios financieros y las elevadas primas de riesgo de estos países, además de las consecuencias sociales que han tenido, hicieron que se deteriorasen aún más los activos bancarios, volviendo de nuevo a la pérdida de capacidad de estos bancos nacionales para suministrar financiación a la economía.

Todos estos factores contribuyeron a la subida de los tipos de interés desde finales del año 2008 y al freno de la actividad crediticia en estos países como hemos comentado en apartados anteriores. Exceptuando Eslovenia y dejando de lado a Chipre por sus peculiares características, el resto de los llamados *distressed countries* que han enfrentado condiciones más severas en el acceso a la financiación son países que han sufrido también una crisis de deuda soberana al mismo tiempo que la financiera. En estos casos, estas interrelaciones entre riesgo bancario y riesgo soberano, han acabado afectando a los canales de transmisión monetaria y las pymes han acabado sufriendo la menor predisposición a prestar de los sistemas bancarios de estos países y sobre todo mayores coste de financiación para aquellas que han conseguido los fondos (AEVAL, 2011).



PARTE SEGUNDA:
ANÁLISIS COMPARADO



En estos últimos años hemos asistido a un anormal funcionamiento del sistema bancario europeo, produciéndose una gran divergencia entre países pertenecientes todos ellos a una teórica unión económica y monetaria.

Ya en la introducción de este trabajo lo adelantábamos y es que en los países más afectados por la inicial crisis financiera, posteriormente económica con el estallido de una coetánea crisis de deuda soberana, la sensación y la opinión de un importante número de autores ha sido que los determinantes de la inestabilidad de los mercados financieros y la economía nacionales, han sido los mismos que los determinantes del precio de financiación de las empresas; al menos así ha ocurrido en España.

Esta inestabilidad a nivel nacional ha tenido su reflejo en el ámbito internacional con incrementos en la prima de riesgo de estos países europeos. Hemos visto a lo largo del primer y segundo capítulo que es innegable el efecto devastador que este valor del riesgo país ha tenido en el endurecimiento de las condiciones para acceder a los mercados crediticios impuestas a las pymes. Sin embargo, nos gustaría realizar un análisis de qué otros factores han podido influir en el proceso de fragmentación financiera, tanto aquellos en manos de los gobiernos nacionales como aquellos en manos de las propias pymes.

Para ello, a lo largo de los siguientes capítulos se llevará a cabo un estudio comparado entre dos Estados Miembros europeos que han sufrido esta situación en el último periodo de recesión económica iniciado a finales de 2007: España e Italia.

En primer lugar se explicará el porqué de elegir estos dos países así como la metodología que se ha aplicado para llevar a cabo el estudio.

En segundo lugar, se llevará a cabo el estudio cuantitativo con el fin de comprobar si nuestras hipótesis son ciertas y hay algún factor más allá de la prima de riesgo que influye al coste de financiación de las pymes.

Por último, fijándonos en el desempeño de las pymes en cada uno de estos países y en comparación con el modelo de pyme alemán, propondremos los factores causales que como resultado de nuestro análisis podrían tener influencia en el fenómeno a estudiar.



CAPÍTULO 3

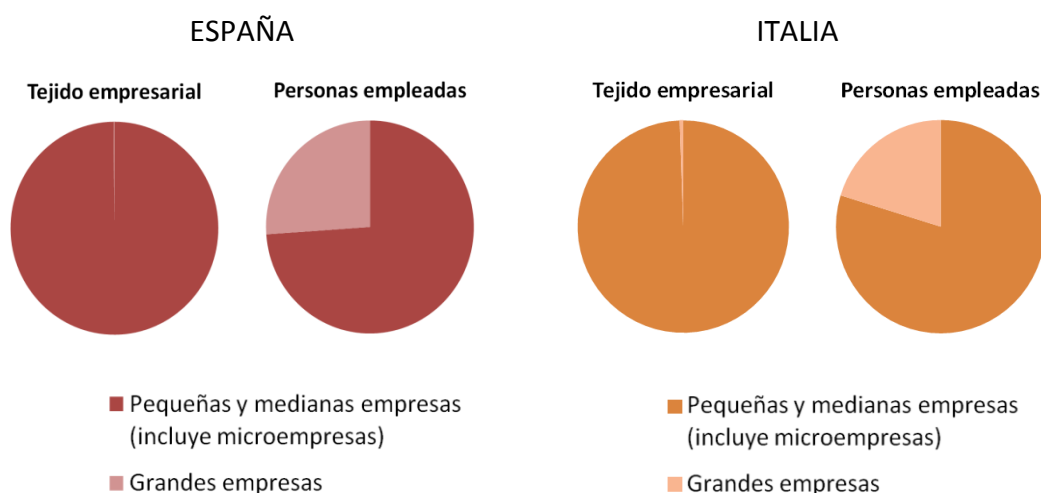
Planteamiento y Metodología.



3.1. Justificación del estudio

Las pymes son el motor de las economías europeas, pero en el caso de España e Italia llegan a suponer casi el total del tejido empresarial y en torno a tres cuartas partes del empleo del país como ilustran los gráficos recogidos a continuación (gráfico 3.1.).

Gráfico 3.1. Pymes, motor de la economía en España e Italia



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat (2012)²⁹

Es por ello indiscutible la importancia que tiene un buen desempeño de éstas para poder crear valor añadido y empleo. Las pymes, tanto españolas como italianas, son la pieza clave en el sistema productivo de los dos países; generadoras de empleo, crecimiento y en definitiva, bienestar.

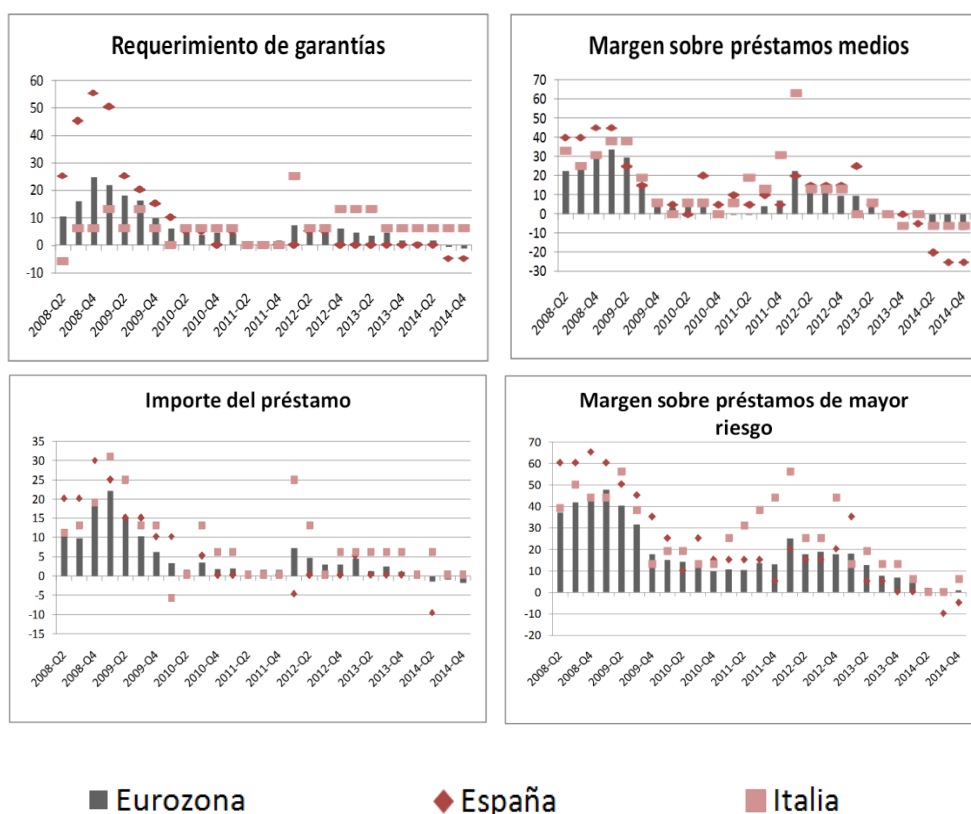
Pero, como ya hemos visto en capítulos anteriores estas pymes necesitan financiación para el normal desarrollo de su actividad y para poder llevar a cabo inversiones productivas, tan necesarias para su supervivencia en un entorno globalizado y competitivo. La dependencia bancaria de las pymes españolas e italianas para conseguir estos recursos financieros es notable con más de un cuarto de las pymes

²⁹Se han utilizado los datos de 2012 por ser los últimos disponibles que corresponden a mediciones reales; si bien hay datos para los años anteriores y estimaciones para los más recientes, pero muestran porcentajes muy similares.

optando por este tipo de financiación³⁰ y creciente en un periodo en el que los resultados obtenidos por las empresas han ido mermando y por tanto, dejando de lado la opción de financiarse con cargo a reservas o recursos propios.

Sin embargo, en este contexto de recesión que estamos estudiando, la respuesta de los sistemas bancarios de los dos países ha sido endurecer las condiciones de acceso al crédito. El volumen de nuevos préstamos otorgados a las pymes cayó en ambos países; si bien mucho más bruscamente en el caso de España registrando una caída del 66% desde 2007 a junio de 2013, frente al 21% que cayó en Italia (Portillo, 2013). En los gráficos recogidos a continuación (gráfico 3.2.) podemos ver cómo los sistemas bancarios español e italiano no son los que se lo han puesto más fácil a las pymes dentro de la eurozona. Los gráficos responden a la pregunta *En los últimos tres meses, ¿cómo han cambiado los términos y condiciones que tu entidad bancaria aplica para la aprobación de préstamos o líneas de crédito empresariales?* Las gráficas representan las respuestas recogidas para el caso de financiación otorgada a pymes y para los términos o condiciones recogido en los títulos. El endurecimiento o facilitación de los términos y condiciones para acceder a la financiación bancaria está recogido en este caso mediante el índice de difusión, calculado según se indica al pie del gráfico.

Gráfico 3.2. Términos y condiciones aplicados a los préstamos concedidos. Eurozona, España e Italia (2008-2014)



³⁰Véase gráfico 1.4.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Bank lending survey (BLS)*, publicados por el BCE (2008- 2014).

NOTA: Índice de difusión= (porcentaje de bancos que endurecen considerablemente los criterios) x 1 + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) x 1/2 + (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) x 1/2 + (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) x 1.

En general, observamos que el conjunto de los bancos europeos han endurecido los términos y condiciones en los que las empresas han podido acceder al crédito en este periodo, pero también observamos como los bancos españoles e italianos han tendido a endurecer más las condiciones que la media del comportamiento en la eurozona, registrando valores para el índice de difusión superiores.

Como se puede ver representado, la exigencia de garantías adicionales para conseguir financiación bancaria en los años iniciales de la crisis, en España fue mucho mayor que en el caso de Italia, en tono con los valores medios europeos. Posteriormente, los bancos españoles han ido relajando este requisito, acercándose a la tónica de la eurozona.

Por otro lado, el margen³¹ exigido por las entidades bancarias para decidir financiar una operación en estos países, en general, ha sido mayor que el que han exigido en término medio el resto de países analizados. Sobre todo, este mayor endurecimiento en las condiciones se observa para los préstamos considerados de mayor riesgo, para los que se alcanzan valores mucho mayores del índice de difusión en el margen aplicado por los bancos a estos préstamos.

Por último, los requisitos en cuanto al importe inicial del préstamo, si bien en Italia han sido más exigentes que en el resto de la eurozona a lo largo del periodo estudiado; en España tras un endurecimiento en éstos por encima de la media en los primeros años de la crisis financiera, para el resto del periodo no difieren.

Es por tanto, recogiendo todo lo expuesto, donde encontramos la primera justificación a la importancia de determinar las causas de esta fragmentación financiera más allá de las dudas de los mercados financieros sobre la solvencia del país. Resumiendo, por lo importantes que son para estos sistemas productivos las pymes, por las dificultades que han enfrentado estos años y por las consecuencias que ello ha acarreado para la economía real como todos conocemos. En la tabla que sigue a continuación (tabla 3.1.) recogemos algunos indicadores que dan cifras a las mismas y que ponen en evidencia que las pymes italianas han sobrevivido a la recesión económica mejor que las españolas.

³¹Este margen financiero o de intereses se refiere a la diferencia entre el tipo de interés obtenido por prestar los recursos en forma de préstamos empresariales y el coste que la entidad financiera ha tenido que soportar por captar estos fondos.

Tabla 3.1. Efectos de la recesión económica en relación con el endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito bancario (2008-2014)

Indicador	España	Italia
Número de pymes	▼ 15, 17%	▼ 7,16%
Personas empleadas	▼ 26, 57%	▼ 12, 64%
Valor añadido al coste de los factores	▼ 24, 78%	▼ 4, 22%
Inversión en bienes tangibles³²	▼ 25, 91%	▼ 25, 39%

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *SME Performance Review Database* publicada por la CE, (2008-2014)

La destrucción del tejido empresarial en ambos países ha sido notable, pero sin embargo alarma el hecho de que en España haya sido más del doble que en Italia; movimiento que se ha transmitido en el mismo sentido al número de personas empleadas.

En cuanto al valor añadido creado por las pymes, las cifras ponen de manifiesto el mejor desempeño de las italianas, ya que pese a que el valor añadido sobre el coste de los factores ha disminuido para el periodo estudiado, lo ha hecho en menor medida que la destrucción de tejido empresarial demostrando que las pymes que han sobrevivido han sido más productivas para la economía italiana.

Por último, la inversión en bienes tangibles ha caído en casi el mismo porcentaje en ambos países. Como ya hemos comentado éste componente de la demanda agregada acabará transmitiendo posteriormente estas variaciones al PIB.

No sólo los marcadores económicos indican los problemas derivados en parte por la restricción del acceso al crédito, sino que las propias pymes también lo sienten así. Según los resultados recogidos por la *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)* en todas las encuestas recogidas semestralmente desde 2009, el acceso a la financiación externa ha sido el primer o segundo problema más importante, únicamente por detrás de encontrar clientes en algunos años, que las pymes españolas han declarado que afectaba más negativamente a su actividad. En el caso de las pymes italianas se añaden dos problemas más con importancia similar, la competencia y el coste de los factores (BCE y CE, 2009, 2011 y 2013).

³²En este indicador, la caída en la inversión en bienes tangibles está calculada entre los años 2008-2012 por no existir valores ni estimaciones más recientes armonizadas para ambos países.

Llegamos así a la segunda justificación para llevar a cabo el estudio; se trata de uno de los grandes problemas que han enfrentado en estos años las pymes españolas. Nos preguntamos por qué los bancos españoles han sido más exigentes con el tejido empresarial español y qué factores podrían influir en decisiones como el tipo de interés asociado a un préstamo de cara a que las pymes españolas puedan tenerlo presente en un futuro.

Finalmente, la última motivación para investigar si hay factores que se transmitan a la oferta de crédito empresarial en estos países más allá de la prima de riesgo nacional, es la falta de estudios sobre el tema que influyan factores culturales, sociales o institucionales.

Por un lado, desde la prensa y medios de comunicación españoles, generalmente, se ha justificado el comportamiento de un sistema bancario rescatado por el propio Estado que corta el crédito a los agentes de la economía real, por la mala calificación de la deuda española en los mercados internacionales y las tensiones financieras asociadas. Se recogen (gráfico 3.3.) dos extractos de noticias en prensa generalista que ilustran lo expuesto.

Tabla 3.2. Riesgo bancario y riesgo soberano en la prensa

El mercado confía más en la deuda pública y eso acaba por perjudicar a las empresas

FUENTE: Mars, A. (2014, 13 de enero)

FUENTE: Tahiri, J. (2014, 21 de enero)

multinacional tuviera sucursales en toda Europa las puertas del banco se abrirían más fácilmente para sus filiales de Alemania, Francia o incluso Italia que para la española a la hora de solicitar un préstamo. Si bien la certidumbre fluctúa por fronteras, algunos resquicios de mejora parecen trasladarse a las compañías nacionales en paralelo a la mejora de la prima de riesgo o diferencial de la deuda pública a diez años con la germana. Así, el interés de los préstamos a cinco años para créditos inferiores a un millón de euros (los de referencia para pymes), cayó hasta el 5,16% el pasado mes de noviembre, su nivel más bajo desde julio de 2010, según datos del BCE.

Mientras, por otro lado, los estudios académicos que estudian la fragmentación financiera en la eurozona dan importancia sobre todo a factores financieros a añadir a la situación económica del país.

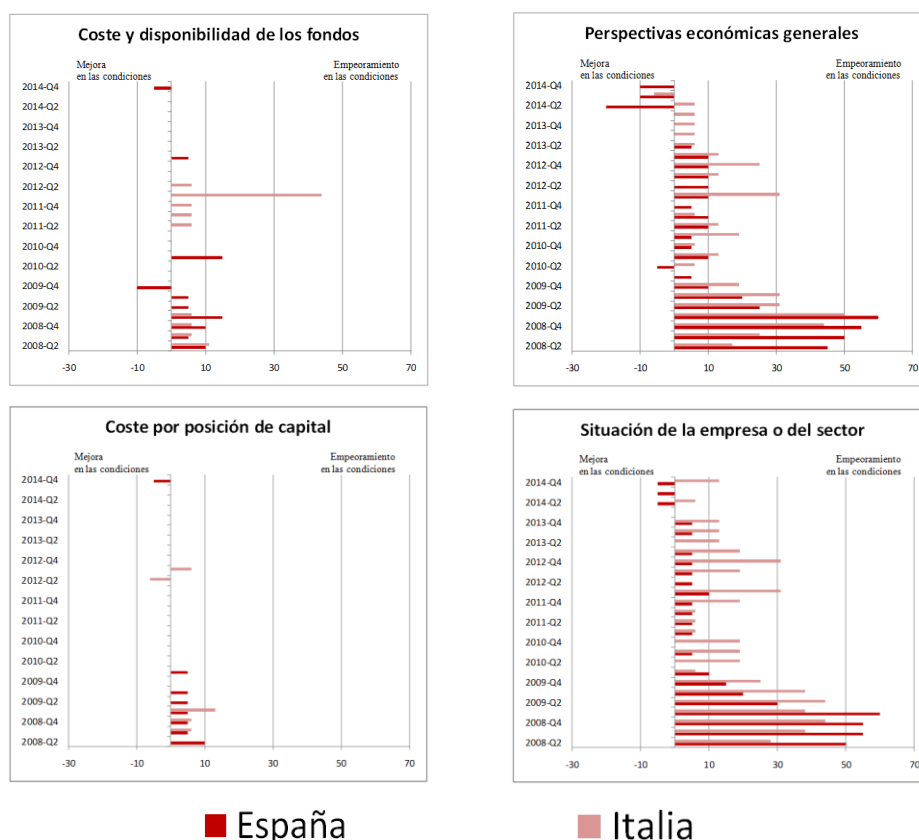
Así, encontramos a Almagro y Blanco (2014) que encuentran entre los principales factores la insuficiencia de fondos de las entidades bancarias españolas, la existencia de destinos alternativos como la renta variable y la deuda soberana (efecto *carry trading*), la desconfianza debida al creciente nivel de créditos morosos o los requisitos de capital que incorpora Basilea III³³.

³³Basilea III se refiere a un conjunto de reformas propuestas para fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario. Son elaborados por el Comité de Supervisión Bancaria, integrado actualmente por las autoridades financieras de 28 países distintos.

Encontramos también un estudio llevado a cabo por el BCE, que argumenta la menor respuesta de las entidades de crédito a los cambios en la política en base al surgimiento de nuevos instrumentos de innovación financiera como la titularización de préstamos bancarios³⁴, a la existencia de nuevas fuentes de financiación para las entidades financieras como los bonos garantizados, a la existencia de los seguros de crédito (Credit Default Swap) y a los requerimientos de capital que deben cumplir las entidades bancarias, también como consecuencia de los acuerdos de Basilea III (BCE, 2010).

Sin embargo, cuando se les pregunta a los propios bancos sobre los factores que han influido en su comportamiento hacia ofrecer una mayor o menor disponibilidad de crédito y hacia a qué condiciones se ofrecía nos encontramos con lo siguiente (gráfico 3.3.):

Gráfico 3.3. Factores que influyen en las condiciones de acceso al crédito bancario (2008-2014)



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Bank lending survey (BLS)*, publicados por el BCE (2008- 2014).

³⁴Se trata de emitir valores de renta fija respaldados por un conjunto de préstamos bancarios.

Efectivamente los costes que tienen que pagar por acceder a la liquidez y por disponer de los fondos influyen en las condiciones que posteriormente las entidades bancarias imponen a las pymes en sus operaciones de financiación.

Del mismo modo, influyen las perspectivas económicas generales y la inestabilidad del país, medida como hemos visto por la prima de riesgo soberano.

Los requerimientos de capital mínimo a los que se han visto sometidas las entidades bancarias para sanear los sistemas bancarios también han contribuido en algunos años puntuales a endurecer los términos y condiciones en los que las entidades bancarias han prestado dinero a las empresas; si bien, en mucha menor medida de lo que se podría esperar según los estudios.

Sin embargo, vemos como la situación específica de la empresa o sector es un factor que no sólo influye, sino que lo hace muy significativamente en el comportamiento de las entidades bancarias a la hora de facilitar o endurecer las condiciones de acceso al crédito a las pymes.

Es al comprobar este último hecho, cuando nos reafirmamos en la última justificación para llevar a cabo el estudio. Frente al mayor peso que los factores financieros tienen en los estudios llevados a cabo en este ámbito, nosotros queremos explotar este último factor que sí parece tener influencia en el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario. De entre los cuatro conceptos que hemos visto anteriormente (gráfico 3.3.) en los que se ha notado este endurecimiento en las condiciones de financiación, nosotros vamos a estudiar el margen aplicado sobre los préstamos otorgados a pymes españolas e italianas; es decir, el tipo de interés al que se han formalizado estas operaciones. Esta será nuestra variable de análisis.

3.2. Justificación del país elegido

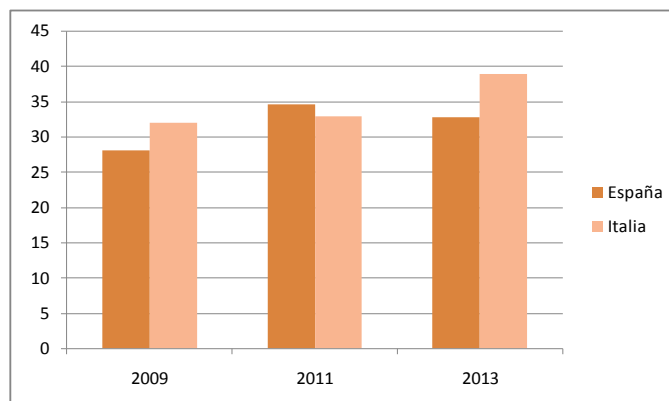
Los países escogidos para llevar a cabo el estudio son España e Italia. Se escogen en primer lugar porque ambos han estado sometidos al fenómeno que queremos estudiar. En ambos, los tipos a los que se han formalizado nuevos préstamos para las pymes han sido superiores a los de los países del centro de Europa y ambos países han visto a los mercados financieros dudar de la solvencia de sus Estados.

Adicionalmente, los dos países pertenecen a la UEM con lo que ambos sistemas financieros han podido beneficiarse de las medidas de política monetaria llevadas a cabo por el BCE.

Dado que el objetivo del estudio es verificar una hipótesis que nos permita descartar la explicación única del riesgo soberano y construir una teoría que incluya otros factores más generales se ha optado por construir un escenario de máxima verosimilitud. Así, se ha buscado un país en el que además de estar presente el fenómeno a estudiar, el marco financiero, económico, cultural y social pueda ser comparable.

Ambos países tienen sistemas bastante bancarizados. Si medimos, por ejemplo, la dependencia bancaria de las pymes en el porcentaje de pymes que han recurrido a financiación bancaria durante los años 2009, 2011 y 2013 vemos (gráfico 3.4.) como en los dos países los porcentajes oscilan entre un 28 y un 40% de las pymes.

Gráfico 3.4. Porcentaje de empresas que declaró haber usado financiación en forma de préstamos bancarios en los últimos 6 meses (2009, 2011, 2013)



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE)*, publicados por el BCE y la CE (2009, 2011 y 2013).

Por otro lado, en cuanto al tejido económico del país, además de las similitudes vistas en el apartado anterior debemos destacar que en ambos países la distribución de empresas por tamaños y el tamaño medio de la empresa son prácticamente iguales. Por ejemplo, en el año 2012, el 94,30% de las empresas españolas tenían entre 0 y 9 empleados, un 4,95% entre 10 y 49 trabajadores, en un 0,63% trabajaban entre 50 y 249 personas y tan sólo un 0,12% de las empresas españolas podían considerarse grandes empresas con más de 250 empleados. Para Italia las cifras recogidas fueron respectivamente 94,78%, 4,63%, 0,51% y 0,08% lo que evidencia una gran similitud en cuanto a la distribución por tamaño del tejido productivo (CE, 2012).

En relación al tamaño medio de la empresa, las empresas de ambos países se encuentran entre las más pequeñas de Europa con 3,39 empleados por empresa para España en el año 2012 y 3,10 en Italia.

Por último, pasamos a describir brevemente algunos de los principales rasgos de cada uno de los países, que ponen de manifiesto la existencia de escenarios comparables.

Tabla 3.3. Escenario comparado España - Italia

ORGANIZACIÓN POLÍTICA Y ADMINISTRATIVA	ESPAÑA
	<p>Monarquía parlamentaria. El poder ejecutivo es ejercido por el Gobierno y el poder legislativo, por un parlamento bicameral (Congreso y Senado) cuyos representantes son elegidos por sufragio universal. El poder judicial lo ostentan los tribunales ordinarios, el Tribunal Supremo y el Tribunal Constitucional.</p> <p>España territorialmente se organiza en comunidades autónomas, provincias y municipios. Son diecisiete las comunidades autónomas que suman entre todas ellas un total de</p>

	<p>cincuenta provincias. La capital del Estado es Madrid.</p>
	ITALIA
	<p>República parlamentaria. El jefe del estado es el Presidente de la República, elegido por el parlamento cada siete años. El poder ejecutivo está en manos del Gobierno con un primer ministro a la cabeza. El parlamento es bicameral (Congreso y Senado) y sus representantes son elegidos democráticamente. La Corte Constitucional de Italia es el órgano supremo de justicia del país.</p> <p>Italia organiza su territorio como un estado regional. Está dividida en cinco grandes regiones geopolíticas: noroccidental, nororiental, central, meridional e insular. La división de cada una de estas regiones da lugar a veinte regiones administrativas, de las cuales cinco tienen un nivel de autonomía mayor. A su vez, las regiones administrativas se dividen en provincias y municipios (<i>comuni</i>). La capital de la república italiana es la ciudad de Roma.</p>
TERRITORIO Y RECURSOS NATURALES	ESPAÑA
	<p>España es un país situado al suroeste de Europa y a su vez al norte de África lo que lo convierte en cierta manera en transcontinental. Con una superficie de 504.645 km², el país está compuesto por un territorio peninsular; dos archipiélagos y las ciudades autónomas de Ceuta y de Melilla.</p> <p>España tiene un relieve bastante elevado con una altitud media de 660 metros sobre el nivel del mar. Destaca también la gran extensión de kilómetros de costa que tiene y que la convierten en uno de los principales destinos del turismo tanto nacional como internacional.</p> <p>El principal recurso natural del que dispone España es el suelo, pues pese a una orografía dificultosa, la tercera parte de su territorio es tierra cultivable. Tiene también recursos minerales variados que incluyen pequeños yacimientos de petróleo y gas natural, cobalto, hierro, cobre, mercurio, cinc, plomo....</p>
	ITALIA
	<p>Italia es un país cuyo territorio forma parte principalmente de la península Italiana situada también al sur de Europa. Al territorio peninsular hay que sumarle las islas de Cerdeña y Sicilia y otras islas menores.</p> <p>Italia tiene una extensión de 301.338 km², siendo como en el caso de España muy numerosos los kilómetros que tiene de costa.</p> <p>En cuanto a recursos naturales la realidad de Italia como la de España es variada. A nivel agrícola la orografía tan montañosa y el clima determina que gran parte del territorio no sea adecuado para los cultivos agrícolas, sin embargo las tierras bajas de las regiones del centro y del sur son muy adecuadas para el cultivo mediterráneo. En el sector de la minería destacan los yacimientos de mármol de elevada calidad que es empleado fundamentalmente en el sector de la construcción.</p>
POBLACIÓN	ESPAÑA
	<p>España tiene una población a 1 de enero de 2015 de 46.439.864 habitantes, con una densidad de población de 92,02 hab/km², baja en el contexto de la eurozona. La población española se distribuye de forma muy irregular en el territorio. Mientras que la costa, las zonas cercanas a la costa, Madrid y su área metropolitana están densamente pobladas, el interior sufre problemas graves de despoblación, con algunas excepciones de capitales de provincia como Zaragoza, Sevilla o Valladolid.</p> <p>El número de habitantes está descendiendo de forma consecutiva desde el año 2012,</p>

	<p>aunque la tendencia que ha observado el Instituto Nacional de Estadística (INE en adelante) es que esta disminución será menor para el año 2015. La población española es además una población envejecida, al haber aumentado la esperanza de vida y tener un crecimiento vegetativo muy reducido.</p> <p>Por otro lado, España sigue teniendo un gran número de habitantes de nacionalidad extranjera, el INE estima la cifra en 4.447.852 en 2015 pero se ha producido una disminución con respecto a años anteriores, debido al retorno de algunos inmigrantes a sus países de origen. Debemos destacar también la existencia de un saldo migratorio negativo en el último año 2014 por la emigración de ciudadanos españoles, especialmente jóvenes, a otros países de la Unión Europea.</p>
	ITALIA
SECTOR PRIMARIO	<p>Italia tiene una población de 60.795.612 habitantes (datos enero de 2015), con una densidad de 201,75 habit./km². Pese a la existencia de un crecimiento vegetativo negativo, la tendencia poblacional fue de crecimiento en el último año invirtiéndose la del año 2014. Este crecimiento demográfico es fruto del aumento de la esperanza de vida, la bajada de la mortalidad infantil, y, sobre todo del incremento de población inmigrante que llega a Italia, alcanzando casi la cifra de 180.000 el último año.</p> <p>La distribución demográfica favorece en este caso al norte, más urbano, donde se encuentran las ciudades más pobladas, con casi dos tercios de la población del país. El sur por el contrario, con un carácter más rural está menos poblado, produciéndose, además un proceso de emigración hacia las zonas urbanas. Las ciudades más pobladas de Italia son Roma y Milán, si bien hay grandes urbes como Nápoles, Catania o Palermo que cuentan con un extrarradio muy poblado.</p>
	ITALIA
	<p>El sector primario, al igual que en el caso de España, pierde importancia, sobre todo en términos de empleo en relación con la industria y los servicios. En términos de abastecimiento, ni la agricultura, ni la ganadería llegan a abastecer la demanda local.</p>

	<p>La actividad agrícola en Italia ha experimentado en los últimos tiempos un considerable retroceso, ocupa al 4 % de la población activa y representa el 2,1 % del PIB. El clima, el tipo del suelo y las variedades de altitud permiten el cultivo de diferentes productos. Los cultivos más extendidos son el cereal, especialmente trigo; los cultivos frutícolas; la uva, cuya producción lo sitúa entre los principales productores de vino del mundo y el olivo que llega a generar la segunda producción mundial de aceite.</p> <p>El sector ganadero cobra relevancia por el desarrollo de la industria lechera en la que destaca claramente la producción de quesos.</p> <p>Por último, aunque la flota pesquera italiana ha sido una de las más importantes de la Unión Europea, es un sector que está en retroceso, especialmente la pesca en aguas interiores.</p>
<p style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);">SECTOR SECUNDARIO</p>	<p>ESPAÑA</p> <p>En España la actividad industrial ocupa el segundo lugar en aportación del PIB (39%) y genera empleo para el 26,5% de la población, por detrás del sector terciario. En España se pueden distinguir dos modelos de industria: las industrias tradicionales inmersas en procesos de reconversión y deslocalización y perdiendo empleo industrial; y las nuevas industrias, industrias puntas, más cercanas al sector terciario y que necesitan de altas inversiones en tecnología.</p> <p>Se encuentran en procesos de reconversión las industrias relacionadas con la metalurgia y la industria de la transformación metálica, la fabricación de electrodomésticos, la construcción naval y la industria textil, del cuero y del calzado. Gozan de mayor dinamismo y mejoran las perspectivas de futuro la industria del automóvil, las industrias químicas y petroquímicas y las industrias agroalimentarias. Por otro lado, permanece en crisis el sector de la construcción y se consideran sectores industriales punta la microelectrónica, la telemática, la automatización y la biotecnología.</p> <p>Las industrias en España están localizadas de manera muy desequilibrada, al igual que ocurre con la población. Son Madrid y Barcelona y sus respectivas áreas metropolitanas, las más desarrolladas industrialmente.</p> <p>El sector industrial español debe enfrentarse a sus principales problemas que son escasa competitividad, excesiva dependencia de capital extranjero, escasa capacidad de innovación tecnológica, competencia de los países emergentes asiáticos y desigual distribución de la industria en el territorio nacional.</p>
	<p style="text-align: right;">ITALIA</p> <p>El sector secundario es muy importante en Italia, colocándole como una de los países a la cabeza de Europa en este ámbito, aunque en los últimos años también se ha visto sometido a cambios estructurales.</p> <p>Las ramas de la actividad que dan una gran importancia a este sector son muy variadas: industrias alimenticias, confección y calzado, papelera, vidrio, metalurgia, muebles. También tiene gran relevancia el automovilismo, bicicletas y motocicletas, maquinaria agrícola, material ferroviario, mecánica de precisión, construcciones aeronáuticas, refinamiento de hidrocarburos y de fibras sintéticas.</p> <p>El sector de la construcción sufre también una desaceleración importante respecto al auge que tuvo en épocas anteriores.</p> <p>Uno de los principales problemas al que tiene que enfrentarse este sector es la fuerte dependencia de la importación de materias primas y la escasez de recursos energéticos que no satisfacen la demanda del país.</p>

	<p>En Italia la distribución del tejido industrial también es muy desigual. El norte está más industrializado predominando las empresas privadas. El sur es más agrícola está menos desarrollado y depende más de las ayudas que recibe del gobierno, sufriendo una tasa de desempleo más elevada.</p> <p>Los centros industriales más importantes del país son Génova, Milán, Roma y Turín.</p>
SECTOR TERCIARIO	<p>ESPAÑA</p> <p>Es el sector de mayor importancia con una aportación al PIB cercana al 70 % y ocupando al 69,7 % de su población activa. Es además un sector en claro crecimiento determinado por: el incremento del nivel de vida de los ciudadanos, la modificación de los hábitos de vida de la población más encaminados hacia el ocio y hacia el consumo, los avances tecnológicos, la terciarización y especialización de la industria y, en general, el impulso del estado del bienestar.</p> <p>Es determinante el sector turístico en el que nuestro país es una potencia mundial (ocupa el segundo lugar mundial en cuanto a número de visitantes) y supone una importante entrada de divisas. El turismo tiene un efecto de arrastre muy importante en otros sectores como la hostelería, la restauración y el transporte. Pese a su importancia, sólo ocupa el 10% de la población activa y sólo supone algo más del 10 % del PIB.</p> <p>El comercio interior, desde hace ya varios años sufre una transformación que va desde el consumo en pequeño comercio al consumo en las grandes superficies y centros comerciales, habiéndose establecido ya como práctica habitual la compra por Internet y el pago electrónico</p> <p>Las empresas que forman parte del sector servicios se suelen localizar en las ciudades y en mucho menor número en las zonas rurales produciendo una vez más enormes desigualdades territoriales.</p>
	ITALIA
	<p>Las actividades correspondientes a este sector han experimentado en Italia el mismo crecimiento que en el resto de economías desarrolladas. Es un sector que aporta el 72,9 % al PIB y que ocupa al 65,1 % de su población activa. El desarrollo de este sector ha afectado tanto al mundo financiero, como al comercio, los transportes y al establecimiento de diversas compañías de servicios.</p> <p>En el comercio interior italiano siguen desempeñando un papel predominante las pequeñas empresas apostando por una mayor especialización como forma de conservarse frente a la presión de los grandes grupos. Los grandes centros comerciales se concentran fundamentalmente en el norte del país, donde son mucho más numerosos que en el centro y en el sur.</p> <p>El turismo es fundamental para la economía italiana. Recibe más de 40 millones de turistas por año y con estas cifras ocupa el cuarto lugar en cuanto a los países más visitados. La capital, Roma, también se ve beneficiada del turismo religioso y cultural que genera la ciudad del Vaticano.</p>
SECTOR EXTERIOR	<p>ESPAÑA</p> <p>El principal mercado para los productos españoles son los países de la Unión Europea: Francia, Alemania, Italia, Reino Unido y Portugal) a los que España vende tres cuartas partes del comercio exterior. El 60 % de los productos que importa España también los importa de Europa. Otros mercados secundarios son China, Japón, Marruecos, Argelia, Egipto, Estados Unidos y Latinoamérica. Se importan productos alimenticios, materias primas y sobre todo fuentes de energía y productos tecnológicos. Se exportan automóviles,</p>

	<p>productos químicos, manufacturas y productos agropecuarios.</p> <p>En los últimos años se ha producido un crecimiento importante de las exportaciones que ha favorecido que en 2013, por primera vez desde 1999, la balanza de pagos obtuviese un superávit equivalente al 0,7 % del PIB.</p>
	ITALIA
	<p>Tradicionalmente la balanza comercial italiana ha tenido superávit, sin embargo entre los años 2010 y 2013 la balanza comercial registró saldo negativo. A partir de 2013 se ha producido un repunte importante del comercio exterior que ha provocado que la balanza comercial tenga de nuevo signo positivo.</p> <p>Italia realiza su comercio exterior principalmente con países de la Unión Europea (Alemania, Francia, España Países Bajos y Reino Unido), China, Estados Unidos, Rusia y Suiza. Exporta maquinaria, construcciones metálicas, vehículos, confección y calzado e importa materias primas, hidrocarburos y productos químicos.</p>

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de organismos oficiales.

3.3. Metodología

Para llegar al propósito de nuestro trabajo, vamos a desarrollar el estudio en dos fases distintas, debido a la metodología particular a aplicar en cada una de ellas.

En un primer lugar, basándonos en datos cuantitativos se compararan dos pares de series temporales de datos. Para ello y debido a las características de dichas series se utilizará un método basado en el cálculo de áreas entre dos funciones.

Previo al desarrollo del análisis, ha sido necesaria la búsqueda y selección de datos entre diversas fuentes de información. Para esta primera parte del estudio hemos recogidos datos de las fuentes estadísticas europeas, en concreto a través las estadísticas financieras publicadas por el BCE.

Las variables que vamos a estudiar en esta primera parte serán el tipo de interés aplicado por las entidades financieras a los préstamos empresariales de nuevas operaciones de menos de 1 millón de euros y el precio del bono de deuda pública a 10 años.

Se ha elegido dicho tipo de interés por ser el usado por la literatura especializada y por los medios de comunicación al hablar del coste de financiación de las pymes. Se considera que préstamos de mayor importe son más comunes en grandes empresas. Estos tipos de interés son la última pieza del mecanismo de transmisión de la política monetaria y por lo tanto, son necesarios para el análisis de la evolución monetaria de los Estados Miembros (Reglamento 1072/2013 del BCE, de 24 de septiembre de 2013, sobre *las estadísticas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias*. Diario oficial de la Unión Europea L297/51, de 7 de noviembre de 2013).

Los datos han sido obtenidos de las bases estadísticas del BCE. El SEBC requiere la elaboración de estadísticas armonizadas acerca del tipo de interés que aplican las Instituciones Financieras Monetarias³⁵ a los préstamos frente a las sociedades no financieras (las empresas), por lo que las autoridades centrales financieras de cada país reportan mensualmente sus estadísticas financieras.

Se han elegido los tipos de interés desde el año 2009 porque como el propio BCE ha reconocido el mecanismo de transmisión de la política monetaria europea desde los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de los préstamos bancario se produce con cierto desfase (BCE, 2010).

Por otro lado, nuestra otra variable será el precio, rentabilidad o interés del bono de deuda pública a 10 años. Se trata de un instrumento del que disponen los Estados para emitir deuda pública por medio de subastas. Lo que suba o baje la rentabilidad del bono indica lo que se pagará en la próxima subasta de deuda.

La diferencia entre los bonos de un país europeo y los bonos alemanes³⁶ será una medida de la fiabilidad de las finanzas públicas de ese país y es lo que llamaremos diferencial o spread si lo expresamos en porcentaje o prima de riesgo si lo medimos en puntos básicos.

En una segunda fase y una vez tengamos el resultado del primer estudio aplicaremos la comparación de tres países para originar generalizaciones sobre el fenómeno de estudio. En esta segunda fase los datos usados serán de carácter cualitativo.

Este tipo de métodos comparados son muy usados en ciencias sociales y políticas y permiten inferir a partir de la evidencia disponible, lo cual para varios autores se fundamenta en la misma lógica que los métodos cuantitativos (Landman, 2011). Nosotros hemos optado por comparar pocos países; en concreto dos (Italia y España). Usamos así el sistema de máxima similitud buscando controlar los factores que son similares en ambos países con el objeto de centrarnos en aquellos que son diferentes y explican el resultado. Este sistema de máxima verosimilitud se combinará con una técnica característica del análisis cuantitativo añadiendo Alemania como caso de control.

Para este segundo estudio que complementa al primero, las herramientas utilizadas para recoger la información han sido el análisis documental de la información disponible en la literatura así como publicaciones online con diferentes estudios y trabajos de investigación sobre el tema.

³⁵Se consideran Instituciones Financieras Monetarias a las entidades de crédito y a las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos o sustitutos a los mismos y en conceder créditos o invertir en valores por cuenta propia (Banco de España, s.f.).

³⁶La deuda pública alemana es la considerada con menor riesgo de impago.

CAPÍTULO 4
Desarrollo del Estudio. Análisis Cuantitativo.



A lo largo de las páginas anteriores se ha planteado la idea de que el riesgo soberano del país no sea el único condicionante para los tipos de interés fijados por las entidades financieras.

En este apartado nos disponemos a contrastar la validez de esa conjetura utilizando las series de valores recogidas en dos unidades de análisis, en dos escenarios diferentes pero comparables; España e Italia.

4.1. Planteamiento de hipótesis

En base a la problemática que hemos expuesto hasta ahora la primera pregunta a abordar en nuestro estudio sería si el sistema bancario español, ante una situación de riesgo soberano similar a la de Italia, ha aplicado distintos tipos de interés a la firma de nuevas operaciones de préstamo.

Para ello planteamos dos hipótesis distintas que se analizarán por separado y posteriormente nos darán la solución conjunta a nuestra pregunta.

La primera de las hipótesis a comprobar será: "Durante el periodo enero 2009-enero 2015, ha habido diferencias significativas entre los tipos de interés para la formalización de nuevos préstamos de menos de 1 millón de euros marcados por las entidades financieras españolas y por las entidades financieras italianas".

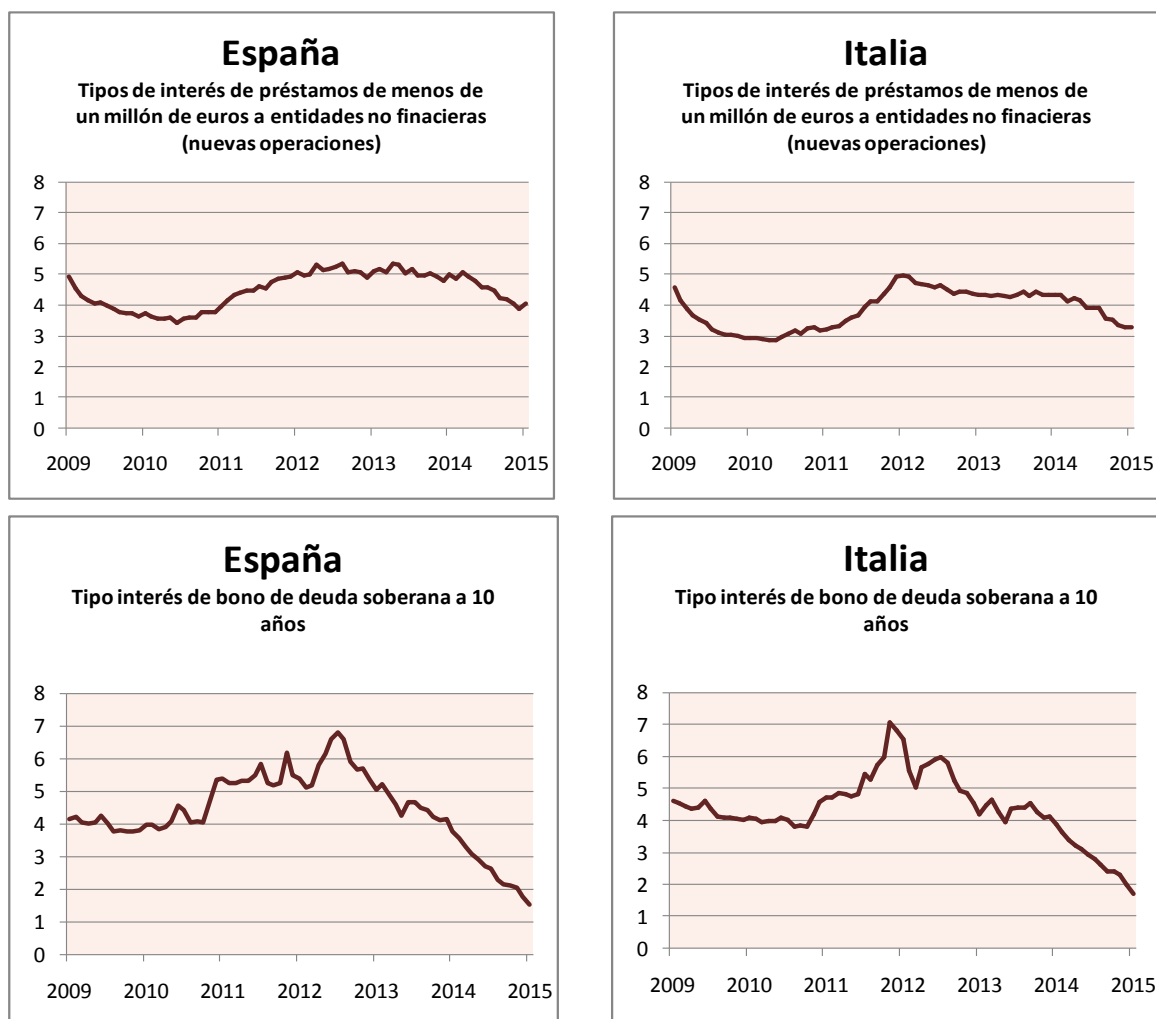
La segunda de las hipótesis será: "Durante los meses comprendidos entre enero 2009 y enero 2015, la cotización de los bonos de deuda soberana de ambos países en los mercados financieros ha sido prácticamente la misma".

4.2. Desarrollo del estudio y resultado

El estudio que estamos llevando a cabo tiene lugar a lo largo de un periodo temporal. Por tanto, para las variables que queremos estudiar; el tipo de interés al que los bancos ofrecen financiación a las empresas y el tipo de interés de los bonos de deuda pública a 10 años, tendremos dos series temporales de mediciones para cada país. En concreto, la secuencia de las observaciones será mensual. Los datos numéricos de estas series se recogen como Anexo I.

A continuación se recoge el gráfico de secuencia de las cuatro series mencionadas (gráfico 4.1.).

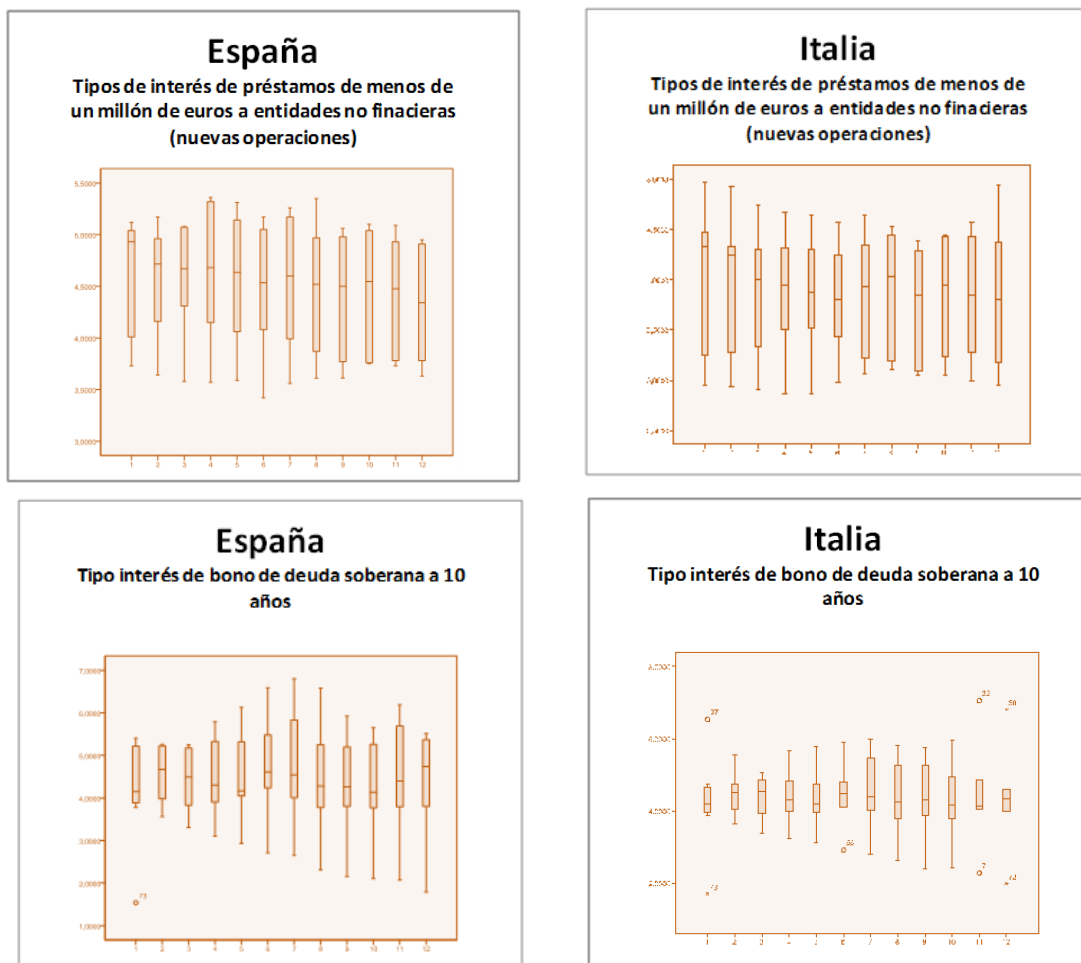
Gráfico 4.1. Gráficos de secuencia de las series temporales X_n , Y_n , U_n , V_n



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Statistical Data Warehouse* publicados por el BCE (2009-2015).

En estos casos en los que tenemos datos de series temporales no podemos suponer que las variables son aleatorias. En general, tanto las mediciones como los errores en las observaciones suelen ser dependientes de las observaciones anteriores lo que dificulta la aplicación de métodos estadísticos convencionales. Dejamos por tanto de lado la posibilidad de realizar un contraste de hipótesis mediante un contraste de medias para una distribución normal.

En el caso concreto que nos ocupa tampoco parecen adecuadas las técnicas econométricas. Si realizamos un análisis preliminar de cada una de las series, observamos mediante la representación de sus diagramas box-plot por meses que ninguna de ellas es estacionaria. Es decir, como podemos comprobar en los gráficos recogidos a continuación (gráfico 4.2.), las series no muestran un patrón de comportamiento que se repita periódicamente a lo largo de los meses del año. Tampoco presentan un comportamiento estacionario si se llevan a cabo los diagramas box-plot por año; hecho que concuerda con que el fenómeno al que nos estamos refiriendo se haya dado en una situación de inestabilidad y de cambios bruscos.

Gráfico 4.2. Diagramas box-plot de las series temporales X_n , Y_n , U_n , V_n 

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *Statistical Data Warehouse* publicados por el BCE (2009-2015).

Por ello, por la existencia de series de datos no estacionarias, con datos anómalos como vemos en alguno de los diagramas y porque el objetivo de la mayor parte de las técnicas econométricas es establecer modelos de comportamiento o hacer predicciones sobre el comportamiento futuro de la serie, es por lo que se ha optado por utilizar una técnica de análisis alternativa.

El método que vamos a aplicar fue presentado por Fedriani y Sánchez (2008), ambos profesores del departamento de economía, métodos cuantitativos e historia económica en la Universidad Pablo de Olavide, en las XVI Jornadas de la Asociación Española de Profesores Universitarios de Matemáticas para la Economía y la Empresa y VI Encuentro Internacional de Profesores Universitarios de Matemáticas para la Economía y la Empresa.

Los autores desarrollan este método como alternativa frente a otros métodos de comparación de series temporales en econometría, de aplicación mucho más complejos y con exigencia de más requisitos previos para poder ser aplicados. Así, este método puede ser de aplicación para la comparación de series económicas que se alteran bruscamente a lo largo del tiempo, que no presentan patrones de conducta o que

presentan valores anómalos, por ejemplo. El único requisito exigido para la aplicación es la normalización de los datos, que las escalas en las que estén medidos sean similares y que los valores sean homogéneos, comparables (Fedriani y Sánchez, 2008).

Como hemos visto las series temporales que queremos estudiar cumplen con los requisitos para poder compararlas mediante este procedimiento; los datos son homogéneos y las escalas de medición las mismas.

4.2.1. Comparación series tipo de interés préstamos. Contraste primera hipótesis.

Partimos de dos series de datos distintas, X_n e Y_n (gráficos superiores gráfico 4.1.) cuyas mediciones corresponden al mismo momento del tiempo, mensualmente desde enero de 2009 a enero de 2015 (73 mediciones). Las series están definidas del siguiente modo:

Tipo de interés de préstamos de menos de un millón de euros a entidades no financieras (nuevas operaciones) en España: *IntPrestES*.

La primera de las series es *IntPrestES*: X_n , con $n=1, \dots, 73$, donde $X_n = (x_1, x_2, \dots, x_{73})$ y además $t = t_1, t_2, \dots, t_n$, respectivamente en los valores de la serie temporal. A partir de la serie, podemos definir una función a trozos de la siguiente forma:

$$f(t) = \begin{cases} x_1, & \text{si } t_1 \leq t \leq (t_1+t_2)/2 \\ \dots & \\ x_k, & \text{si } (t_{k-1}+t_k)/2 \leq t \leq (t_k+t_{k+1})/2, \quad \text{con } 2 \leq k \leq n-1 \\ \dots & \\ x_n, & \text{si } (t_{n-1}+t_n)/2 \leq t \leq t_n \end{cases}$$

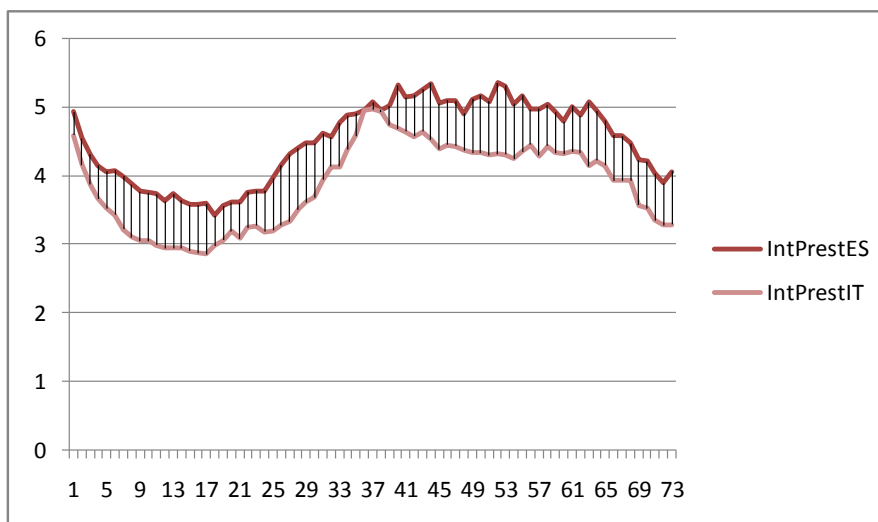
Tipo de interés de préstamos de menos de un millón de euros a entidades no financieras (nuevas operaciones) en Italia: *IntPrestIT*.

La segunda de las series se define de forma análoga a la anterior, *IntPrestIT*: Y_n , con $n=1, \dots, 73$, donde $Y_n = (y_1, y_2, \dots, y_{73})$ con $t = t_1, t_2, \dots, t_n$, respectivamente en la serie temporal. La función a trozos asociada será:

$$g(t) = \begin{cases} y_1, & \text{si } t_1 \leq t \leq (t_1+t_2)/2 \\ \dots & \\ y_k, & \text{si } (t_{k-1}+t_k)/2 \leq t \leq (t_k+t_{k+1})/2, \quad \text{con } 2 \leq k \leq n-1 \\ \dots & \\ y_n, & \text{si } (t_{n-1}+t_n)/2 \leq t \leq t_n \end{cases}$$

Para poder comparar las series, vamos a utilizar la diferencia entre las áreas que se encuentran bajo cada una de las funciones desde el instante t_1 (enero 2009) a t_{73} (enero 2015). La gráfica a continuación (gráfico 4.3.) ilustra este concepto.

Gráfico 4.3. Área comprendida entre $f(t)$ y $g(t)$



FUENTE: Elaboración propia.

A simple vista vemos que nuestra variable tipo de interés en los préstamos ha registrado valores superiores en España. Sin embargo, vamos a cuantificar dicha diferencia para poder compararla posteriormente con la diferencia entre la rentabilidad de los bonos a 10 años en ambos países.

Para ello, definimos el siguiente estadístico:

$$\text{Estadístico } DifIntPrest = \int_{t_1}^T |f(\xi) - g(\xi)| d\xi, \text{ donde } T \in [t_1, t_n]$$

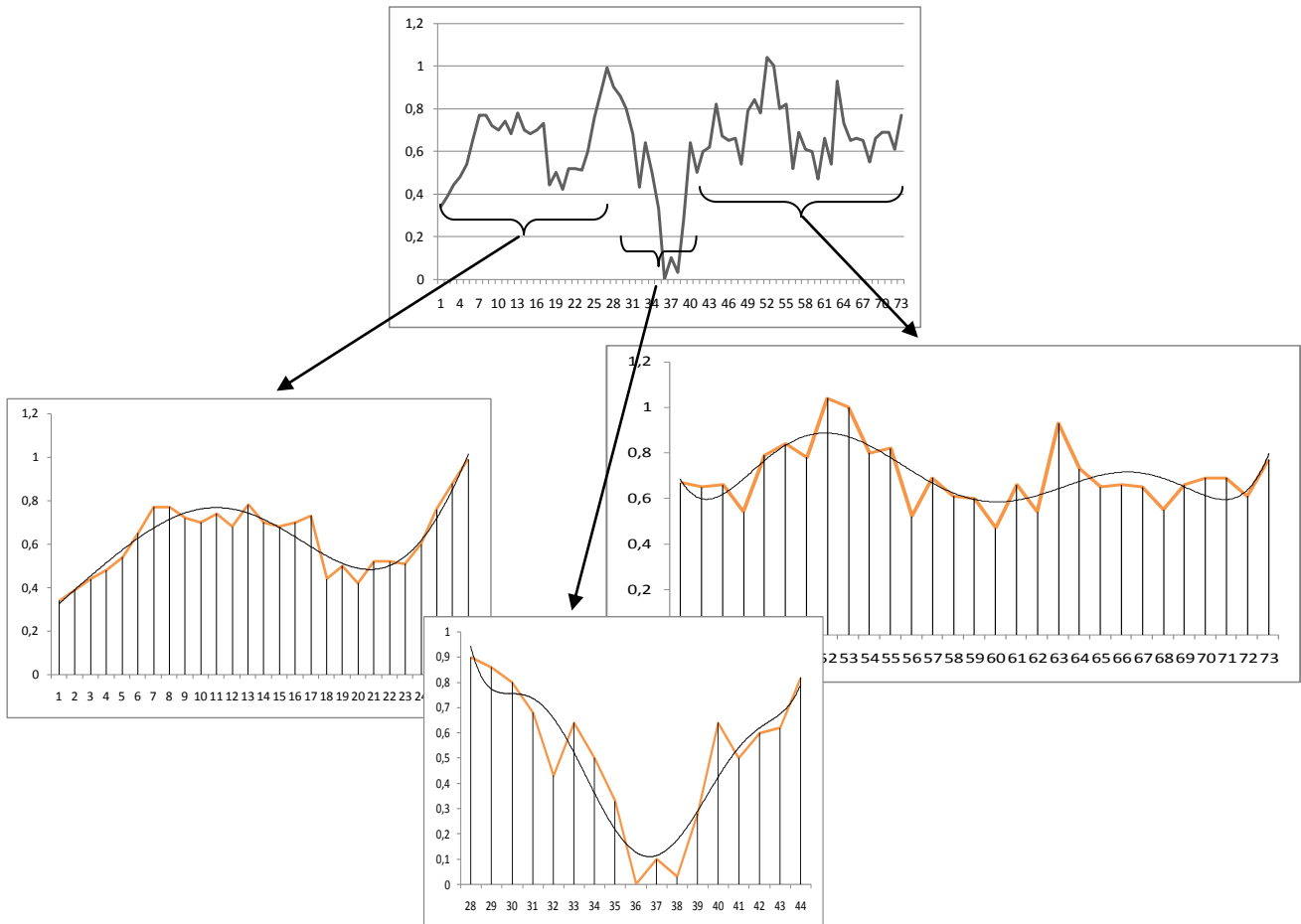
Cuanto más próximo sea a cero este valor, menor será el área entre las series y por tanto, más parecidas serán.

Hemos procedido por tanto al cálculo de la nueva función $|f(\xi)-g(\xi)|$:

$$|f(\xi)-g(\xi)| = \begin{cases} |x_1- y_1|, & \text{si } t_1 \leq t \leq (t_1+t_2)/2 \\ \dots & \\ |x_k- y_k|, & \text{si } (t_{k-1}+t_k)/2 \leq t \leq (t_k+t_{k+1})/2, \text{ con } 2 \leq k \leq n-1 \\ \dots & \\ |x_n- y_n|, & \text{si } (t_{n-1}+t_n)/2 \leq t \leq t_n \end{cases}$$

Una vez representada la función (gráfico 4.4.), mediante el uso de líneas de tendencia buscamos los polinomios que más se ajusten a la forma de la función, para poder a continuación calcular el estadístico *DifIntPrest*.

Gráfico 4.4. Función diferencia para el cálculo del estadístico *DifIntPrest*



FUENTE: Elaboración propia.

En la siguiente tabla (tabla 4.1.), se recogen la ecuación correspondiente a la línea de tendencia que más ajusta en cada zona de la curva³⁷ y el área bajo cada una de ellas, que podemos aproximar al área recogida por debajo de cada tramo de función.

³⁷Se ha dividido la gráfica en tres partes distintas para poder conseguir un mejor ajuste entre las líneas de tendencia y la gráfica real.

Los polinomios correspondiente a cada una de las líneas de tendencia han sido proporcionados por el programa informático Microsoft Excel y para el cálculo de las integrales definidas entre los valores extremos de cada tramo se ha utilizado la aplicación web WolframAlpha www.wolframalpha.com.

Tabla 4.1. Cálculo *DifIntPrest*

Polinomio línea de tendencia	$y = -0,0000000605x^6 +$ $0,0000046029x^5 -$ $0,0001103188x^4 +$ $0,0009165634x^3 -$ $0,0044580554x^2 +$ $0,0739581878x +$ $0,2554083983$	$y = 0,0000077857x^6 -$ $0,0004377904x^5 +$ $0,0093200500x^4 -$ $0,0926275245x^3 +$ $0,4352314020x^2 -$ $0,9533332152x +$ $1,5449321266$	$y = 0,0000003848x^6 -$ $0,0000348120x^5 +$ $0,0011942638x^4 -$ $0,0191489579x^3 +$ $0,1412070609x^2 -$ $0,3942406535x +$ $0,9575506859$
$\int_{t_1}^T f(\xi) - g(\xi) d\xi$	$T \in [t_1, t_{27}]$ 16,2997	$T \in [t_1, t_{17}]$ 7,8179	$T \in [t_1, t_{29}]$ 19,4606

FUENTE: Elaboración propia.

Nuestro estadístico *DifIntPrest* será la suma de estas tres áreas:

$$DifIntPrest = 16,2997 + 7,8179 + 19,4606 = 43,5782$$

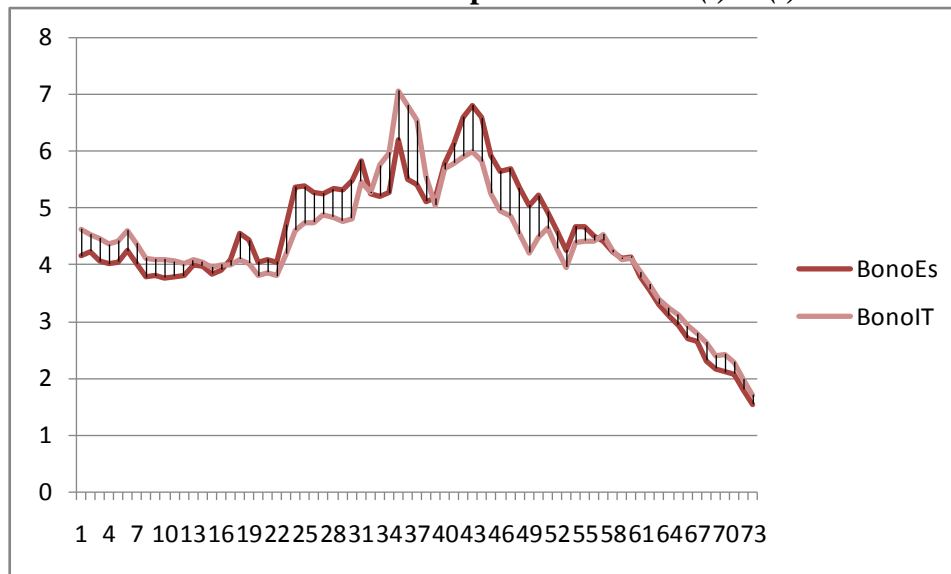
Este valor corresponde al área sombreada en el gráfico 4.3. y cuantifica la diferencia entre los tipos de interés impuestos por las entidades bancarias españolas y el tipo de interés impuesto por las entidades bancarias italianas a lo largo del periodo estudiado, 2007-2015.

4.2.3. Comparación series cotización bono a 10 años. Contraste segunda hipótesis.

Una vez vista hecha la comparación entre las dos series relativas al tipo de interés de los préstamos, debemos realizar el mismo proceso para las otras dos series temporales relativas a la rentabilidad, o tipo de interés asociados a los bonos de deuda soberana a 10 años en España y en Italia.

Las definiciones para las series U_n e V_n (gráficos inferiores del gráfico 4.1.) serán análogas a las ya realizadas para las series X_n e Y_n y además las mediciones están tomadas en los mismos momentos del tiempo. Pasamos por tanto directamente a representar la diferencia absoluta que se da entre las áreas bajo cada una de las funciones *BonoES* y *BonoIT* desde el momento t_1 (enero 2009) a t_{73} (enero 2015).

Gráfico 4.5. Área comprendida entre $h(t)$ e $i(t)$



FUENTE: Elaboración propia.

Por lo que se deduce del gráfico parece que la diferencia entre ambas series temporales ha sido mucho menos que la que se ha dado entre las series relativas a los tipos de interés de los préstamos, pero antes de dar por probada nuestra hipótesis, vamos a ver numéricamente si realmente ha sido así.

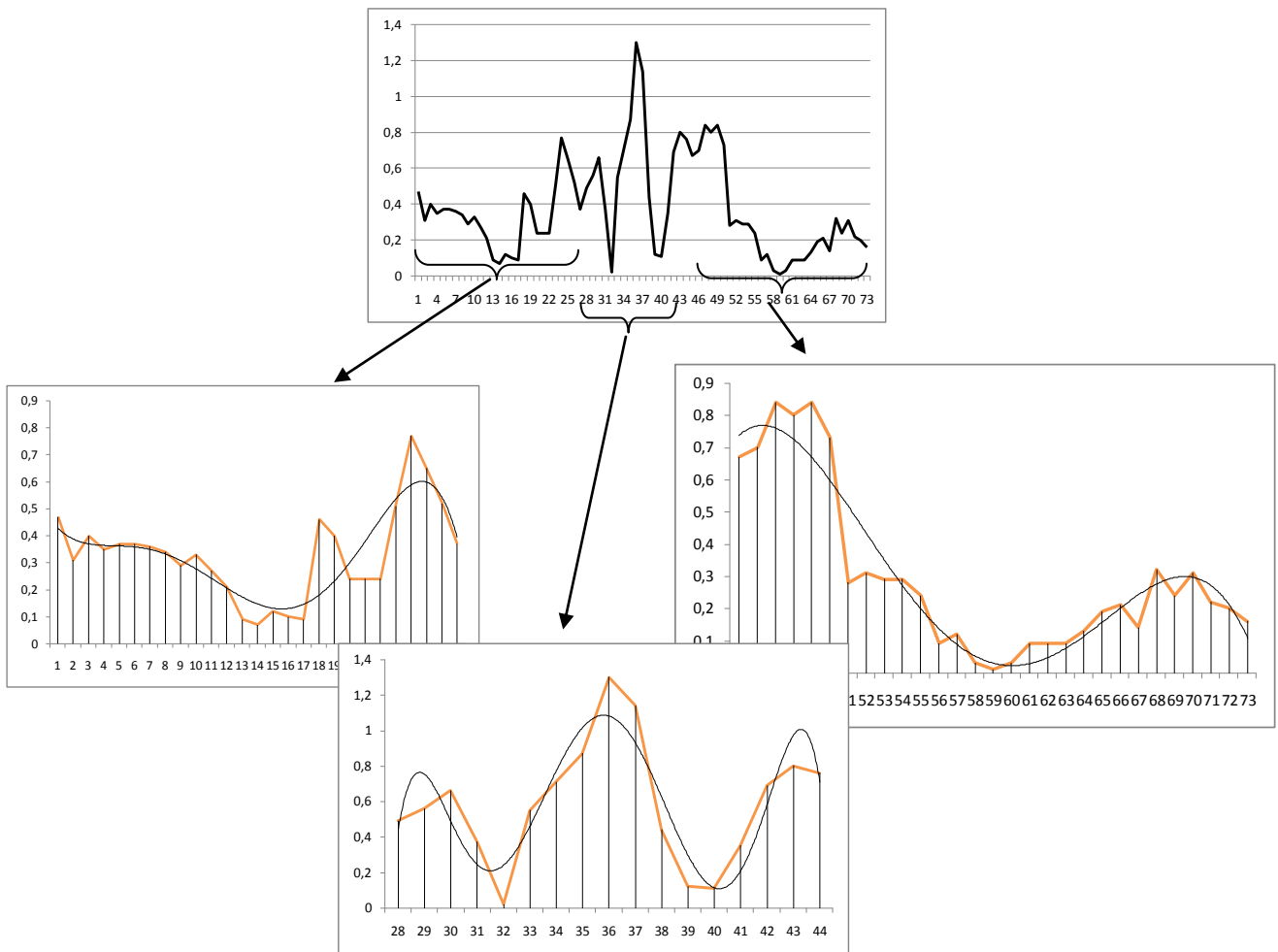
Definimos nuestro estadístico de estudio a partir de las funciones $h(t)$ e $i(t)$, relativas a las series U_n y V_n respectivamente:

$$\text{Estadístico } DifBono = \int_{t_1}^T |h(\xi) - i(\xi)| d\xi, \text{ donde } T \in [t_1, t_n]$$

Procedemos por tanto al cálculo de la nueva función $|h(\xi) - i(\xi)|$ y a su representación gráfica:

$$|h(\xi) - i(\xi)| = \begin{cases} |u_1 - v_1|, & \text{si } t_1 \leq t \leq (t_1 + t_2)/2 \\ \dots & \\ |u_k - v_k|, & \text{si } (t_{k-1} + t_k)/2 \leq t \leq (t_k + t_{k+1})/2, \text{ con } 2 \leq k \leq n-1 \\ \dots & \\ |u_n - v_n|, & \text{si } (t_{n-1} + t_n)/2 \leq t \leq t_n \end{cases}$$

Gráfico 4.6. Función diferencia para el cálculo del estadístico *DifBono*



FUENTE: Elaboración propia.

Recogemos en la tabla (tabla 4.2.), las ecuaciones correspondientes a cada una de las líneas de tendencia y los resultados obtenidos para cada área que como en el caso anterior podemos aproximar al área recogida bajo cada tramo de función.

Tabla 4.2. Cálculo *DifBono*

Polinomio línea de tendencia	$y = -0,0000000234x^6 -$ $0,0000010219x^5 +$ $0,0001218064x^4 -$ $0,0029103230x^3 +$ $0,0258734700x^2 -$ $0,0997087867x +$ $0,5055496098$	$y = -0,0000377593x^6 +$ $0,0020204168x^5 -$ $0,0410069333x^4 +$ $0,3924140949x^3 -$ $1,7900534208x^2 +$ $3,4926951276x -$ $1,6175113124$	$y = -0,0000001152x^6 +$ $0,0000118308x^5 -$ $0,0004922181x^4 +$ $0,0103121739x^3 -$ $0,1064393587x^2 +$ $0,4080508961x +$ $0,3225925499$
$\int_{t_1}^T h(\xi) - i(\xi) d\xi$	$T \in [t_1, t_{27}]$ 8,5382	$T \in [t_1, t_{17}]$ 9,5203	$T \in [t_1, t_{29}]$ 8,3288

FUENTE: Elaboración propia.

Nuestro estadístico *DifBono* será la suma de estas tres áreas:

$$DifBono = 8,5382 + 9,5203 + 8,3288 = 26,3873$$

Este valor corresponde al área sombreada en el gráfico 4.5. y cuantifica la diferencia entre el interés asociado a los bonos soberanos a 10 años de ambos países.

4.2.3. Resultado del estudio

El estadístico *DifIntPrest* está 17 puntos por encima del estadístico *DifBono* con lo que podemos ver que las variaciones entre el coste de los préstamos empresariales en ambos países han sido mucho mayores que las experimentadas entre las primas de riesgo de los mismos. Además tal y como evidencian los gráficos 4.3. y 4.5. para los tipos de interés de préstamos empresariales de menos de un millón de euros, la serie temporal correspondiente a España ha estado por encima de la correspondiente a Italia en casi todas las mediciones registradas, mientras que para el caso de los bonos de deuda soberana a 10 años ha habido continuos cambios de posición. Si repetimos el estudio para las series de cotización del bono a 10 años únicamente teniendo en cuenta aquellas ocasiones en que el precio del bono español ha sido superior al italiano, obtenemos un *DifBono* de $(6,4967+8,8448+0,0200) = 15,36155$, con lo que la diferencia todavía estando el estadístico *DifIntPrest* 28 puntos por encima.

Por tanto, podemos considerar que las hipótesis de partida se cumplen y concluir que la evolución de la prima de riesgo entre España e Italia ha sido mucho más similar que la evolución del tipo de interés asociado a nuevas operaciones de financiación para las pymes entre ambos países. Esta última variable ha registrado valores superiores en España en todos los meses estudiados excepto en diciembre de 2012 que registró el mismo valor en ambos países.

CAPÍTULO 5
Desarrollo del Estudio. Análisis Cualitativo.



Como acabamos de ver en el capítulo cuarto, los mayores costes de financiación asumidos por las pymes en España no sólo han sido debidos al riesgo asociado al país. Nosotros a lo largo de este capítulo vamos a tratar de averiguar de qué manera ha influido en este margen mantenido por los bancos a la hora de conceder préstamos el riesgo de insolvencia del propio prestatario: de las propias pymes. Nos planteamos resolver la pregunta: ¿cuáles son los factores presentes en el contexto empresarial en Italia y no así en España que permiten a las pymes italianas financiarse más barato?

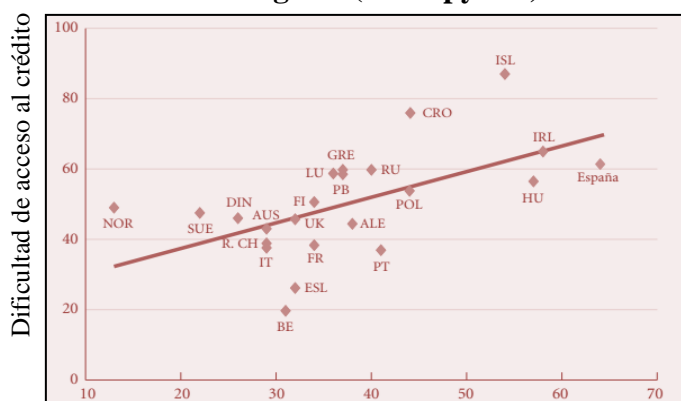
5.1. Confianza y desempeño empresarial

No podemos negar que las entidades de crédito han actuado con mayor cautela en estos últimos años. Hemos visto que el riesgo de insolvencia del país en el que se encuentran ha sido un factor clave en crear este clima de desconfianza, pero no el único.

Por ello, nosotros queremos estudiar en qué medida esa aversión al riesgo que ha llevado a la banca a endurecer sus condiciones se debe al riesgo de insolvencia del propio deudor; es decir, de la propia pyme.

Las propias entidades bancarias al ser preguntadas por ello han reconocido el peso que tiene la situación específica de la firma o sector en su oferta de recursos financieros en el capítulo 3 (gráfico 3.3.). Hecho que parece ser compartido por la opinión pública tal y como reflejan los resultados del *Flash Eurobarometer*³⁸ para el año 2009 representados a continuación (gráfico 5.1).

Gráfico 5.1. Relación dificultad de acceso al crédito-deterioro de las perspectivas de negocio (% de pymes)



FUENTE: Euroval (2010)

Deterioro de las perspectivas de negocio

³⁸Se trata de entrevistas telefónicas llevadas a cabo a petición de la Comisión Europea para obtener resultados de determinados targets específicos.

Durante estos años la solvencia de las empresas se ha ido deteriorando y con ello las perspectivas de negocio y confianza sobre su evolución futura. En consecuencia, los bancos han ido perdiendo la confianza en el buen desempeño de las empresas y en su capacidad para generar fondos suficientes para hacer frente a la devolución del préstamo. Como refleja el gráfico la correlación ha sido creciente entre ambas variables: a mayor deterioro de las perspectivas de negocio, la opinión mayoritaria es que hay mayores dificultades de acceso al crédito asociadas.

A la vista del gráfico, la opinión recogida por dicha encuesta telefónica es que en España las perspectivas de negocio de las pymes se han deteriorado en mayor medida que en Italia, lo que ha repercutido en mayores dificultades de acceso a la financiación. Esto nos lleva a pensar que las pymes italianas han tenido un mejor desempeño en comparación con las de nuestro país en estos años, pese a la situación de recesión económica. Ya anticipábamos este hecho al comprobar que el valor añadido creado por las pymes italianas pese a haber caído en estos años, lo ha hecho en menor medida que la destrucción de tejido empresarial, mientras que en España el movimiento ha sido al contrario.

Partiendo por tanto de la idea de que las mejores perspectivas de negocio y el mejor desempeño de las pymes asociado a ellas influyen en que los bancos nacionales confíen más en el tejido empresarial del país, vamos a pasar a proponer algunos factores que han podido dar lugar a que las pymes españolas paguen más por sus préstamos que las italianas.

5.2. Factores causales para un mejor desempeño empresarial.

Para realizar este análisis comparativo vamos a aplicar un método usado por varios investigadores que han intentado aprovechar las técnicas del análisis cuantitativo y aplicarlo a los casos en los que se trabaja con datos cualitativos. Recurrimos así al marco desarrollado por Charles Ragin (1987) en el que "se establecen comparaciones entre combinaciones y configuraciones lógicas de factores causales por una parte y resultados, por otra, de tal modo que se obtiene una forma de análisis...que hace hincapié en la combinación de esos factores a la hora de explicar un resultado particular" (Landman, 2011: 107).

Nuestro objetivo es averiguar los factores que podrían contribuir a explicar el fenómeno descrito. Para ello hemos elegido dos países España e Italia que comparten varios rasgos comunes como hemos visto. Así, partimos de un escenario de máxima verosimilitud que nos permitirá ver cuáles son las características diferenciales que han llevado a un mejor desempeño de las pymes.

Para completar el estudio hemos añadido el caso de Alemania como variable de control. El tejido productivo alemán ha sido uno de los que mejor ha resistido la crisis económica. De hecho, el fenómeno conocido como *Mittelstand*³⁹, modelo empresarial

³⁹El 99% de las empresas alemanas se encuadran dentro del *Mittelstand*.

existente en Alemania ha mostrado una capacidad de crecimiento sin comparación y unos niveles de desempeño superiores a los de otras economías europeas (Semur y Trigo, 2014).

Así, se incluye Alemania como exponente del buen desempeño empresarial y por tanto, aquellos factores presentes en el país serán signo de buenas prácticas empresariales.

La técnica de análisis comparado cualitativo que estamos usando exige en primer lugar especificar por un lado los posibles resultados y por otro lado, los posibles factores causales en términos dicotómicos.

Así, especificamos los resultados hipotéticos en dos categorías:

J: Se da la presencia de un mejor desempeño empresarial

j: No se da la presencia de un mejor desempeño empresarial

A la hora de formular los posibles factores causales, contamos con varios factores propuestos tras una revisión a la literatura encontrada sobre el tema:

Desde Euroval⁴⁰ señalan, entre otros, un entorno regulador favorable, la proximidad a otras empresas o socios, la formación continuada, la innovación, la intensidad emprendedora,...como factores que impulsan el crecimiento de la pequeña empresa (Euroval, 2010).

Por otro lado, Del Castillo reseña el apoyo a la internacionalización, la innovación industrial o las políticas de clúster como algunas de las medidas que darían ventaja a las pymes para su desempeño (Del Castillo, 2011).

Factores similares son los que recomienda la Comisión Europea en su último informe anual sobre el desempeño de las pymes para que éstas puedan ganar en competitividad; destacando la importancia de sectores orientados hacia la internacionalización, sectores creadores de gran valor añadido como el manufacturero o sectores orientados hacia la alta tecnología. También subraya el importante papel que juega la reducción de barreras administrativas y la cooperación en clústers de empresas, centros de diseño y laboratorios de innovación en el mejor desempeño del tejido productivo de un país frente a otro (CE, 2014).

En último lugar destacamos el análisis hecho por Almagro y Blanco acerca de la situación actual de las pymes españolas en el contexto de la UE. Los autores desarrollan una serie de factores que inciden en el crecimiento de las pymes y van comparando la presencia de ellos entre España y el resto de países de la eurozona. Así, proponen la formación, el espíritu emprendedor, la innovación y la cooperación empresarial entre los factores culturales y socioeconómicos a tener en cuenta entre o el marco laboral y la

⁴⁰Se trata de una sociedad de tasación, homologada por el Banco de España experta en la prestación de servicios de valoración para el sector financiero y empresarial, entre otros.

fiscalidad, entre otros, como factores institucionales que también tienen relevancia para las pymes (Almagro y Blanco, 2014).

Especificamos por tanto los posibles factores explicativos de un mejor desempeño empresarial que hemos identificado tras el mencionado repaso sobre el tema y que usaremos en el desarrollo de nuestro estudio:

- A: Políticas de apoyo a la internacionalización
- B: Cooperación empresarial basada en clústers o distritos empresariales
- C: Mayor presencia de sectores creadores de gran valor añadido
- D: Fiscalidad más favorable
- E: Mayor importancia de la formación profesional dual
- F: Espíritu emprendedor
- G: Mayor grado de especialización en sectores de media-alta y alta tecnología
- H: Apoyo a la inversión en I+D+i
- I: Mayor flexibilidad y menor temporalidad en el mercado laboral

Los mismos se definirán en términos de si hay una presencia notable del factor o no en el país correspondiente. Con la letra mayúscula reflejamos la presencia de la condición mientras que con la letra minúscula, representamos la ausencia de dicha condición.

Para tomar la decisión acerca de si se daba la presencia o no del factor nos hemos basado tanto en los estudios mencionados anteriormente, como en el análisis hecho por García Echevarría acerca del modelo *Mittelstand* alemán, como en los perfiles elaborados por la CE para analizar el desempeño empresarial de las pymes en cada país⁴¹. Por otro lado también nos hemos ayudado de los datos estadísticos publicados por Eurostat en relación con los factores a estudiar; por ejemplo, porcentaje de empresas exportadoras, gasto en I+D+i como porcentaje del PIB... Por último, hemos hecho uso de la *Small Business Act-Database of good practices* en la que se recogen los distintos programas de apoyo para promover buenas prácticas empresariales llevados a cabo por las distintas autoridades nacionales y locales.

Con esta información y estos datos, construimos la llamada "tabla de la verdad" booleana o hipotética (tabla 5.1.) resultante, cuyo modelo fue formulado por Ragin en 1987 (Landman, 2011).

⁴¹ Véase SME Performance Review (http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review/index_en.htm)

Tabla 5.1. "Tabla de la verdad" hipotética

	Condiciones causales									Resultado
Países	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
España	A	b	c	d	e	F	g	h	i	j
Italia	A	B	C	d	e	f	G	h	I	J
Alemania	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J

FUENTE: Elaboración propia

Las regiones sombreadas muestran que para Italia y Alemania existe una misma combinación de factores y resultados.

La combinación de las condiciones causales A, B, C, G e I llevaría según nuestro análisis a que se dé existencia de un mejor desempeño empresarial.

Sin embargo, como vemos la condición causal A, apoyo a la internacionalización, también está presente en España y sin embargo el resultado es negativo, con lo que podría eliminarse de esta combinación preliminar y centrar la atención en el resto de factores.

Seleccionados los factores diferenciales (B,C,G e I) vamos a centrarnos ahora en la explicación pormenorizada de cada uno de ellos.

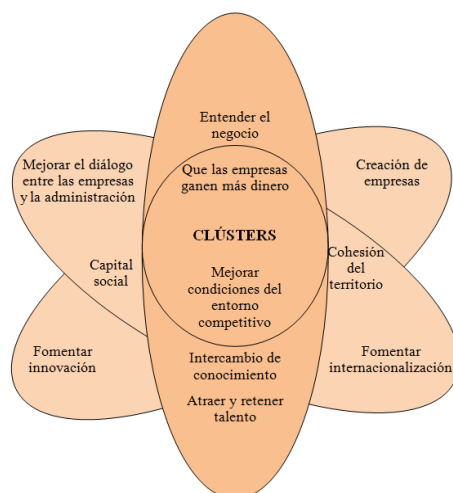
5.2.1. Cooperación empresarial basada en clústers o distritos empresariales

Llamamos clúster⁴² a "la concentración geográfica de empresas interconectadas, proveedores especializados, empresas de servicios y agentes de apoyo en un ámbito determinado, en el que compiten pero además cooperan" (Martí, 2013:19). Son varios los factores que pueden llevar al origen de un clúster empresarial; entre otros, el acceso a un recurso natural estratégico, la presencia de una gran empresa matriz en la zona, la proximidad de la demanda, un mercado local sofisticado, la presencia de industrias relacionadas y de apoyo, la disposición de perfiles profesionales específicos o en algunos casos incluso, una administración pública partidaria de formar estos aglutinados empresariales.

⁴²Término acuñado por Michael Porter en 1990.

Estas iniciativas empresariales tienen numerosas ventajas añadidas para las pymes que participan en ellas. Permiten canalizar de forma eficiente las medidas de apoyo a la formación, internacionalización, innovación, aprovechar economías de escala, mejorar el acceso a la financiación, canalizar el apoyo comunitario europeo, articular el apoyo a las empresas de una determinada región...Martí representa las principales ventajas de los clúster en la siguiente figura:

Gráfico 5.2. Valor añadido de las iniciativas clúster



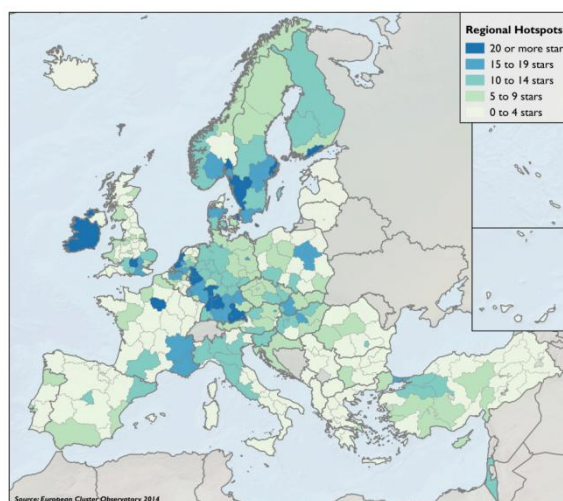
FUENTE: Martí (2013)

En Italia este sistema organizado con una lógica de desarrollo territorial es una de las bases del tejido productivo italiano. Sobre todo en el norte, las pymes destacan por su tradición de colaborar en estas redes, también llamadas distritos industriales en el caso de Italia. Así, las pymes italianas históricamente han podido acceder a nuevos mercados y ganar competitividad y flexibilidad a través de la cooperación entre empresas.

En Italia además, la mayor parte de las políticas y medidas se definen a nivel local y regional, con lo que los distintos distritos industriales tienen mayor facilidad para acceder a programas de financiación, capacitación, apoyo a la I+D+i o a organizaciones de asociaciones de exportadores (Del Castillo, 2011).

En el mapa a continuación se refleja la fuerza⁴³ de estos clústers regionales en relación con su presencia en los sectores industriales emergentes tal y como recoge el informe *European Cluster Panorama 2014*.

⁴³La fuerza es medida en términos de tamaño del clúster, especialización, productividad y dinamismo. La escala se mide a través de *starts* siendo 40 *starts* la valoración dada al clúster con mayor fuerza situado en Darmstadt en Alemania.

Gráfico 5.3. Fuerza de los clúster regionales en Europa

FUENTE: European Cluster Observatory (2014)

Podemos comprobar cómo la fuerza de los clúster regionales italianos es mayor que la de los españoles. Tan sólo dos Comunidades Autónomas, Madrid y Cataluña pueden competir con estas estrategias regionales con la misma fuerza que los distritos industriales en el noroeste de Italia.

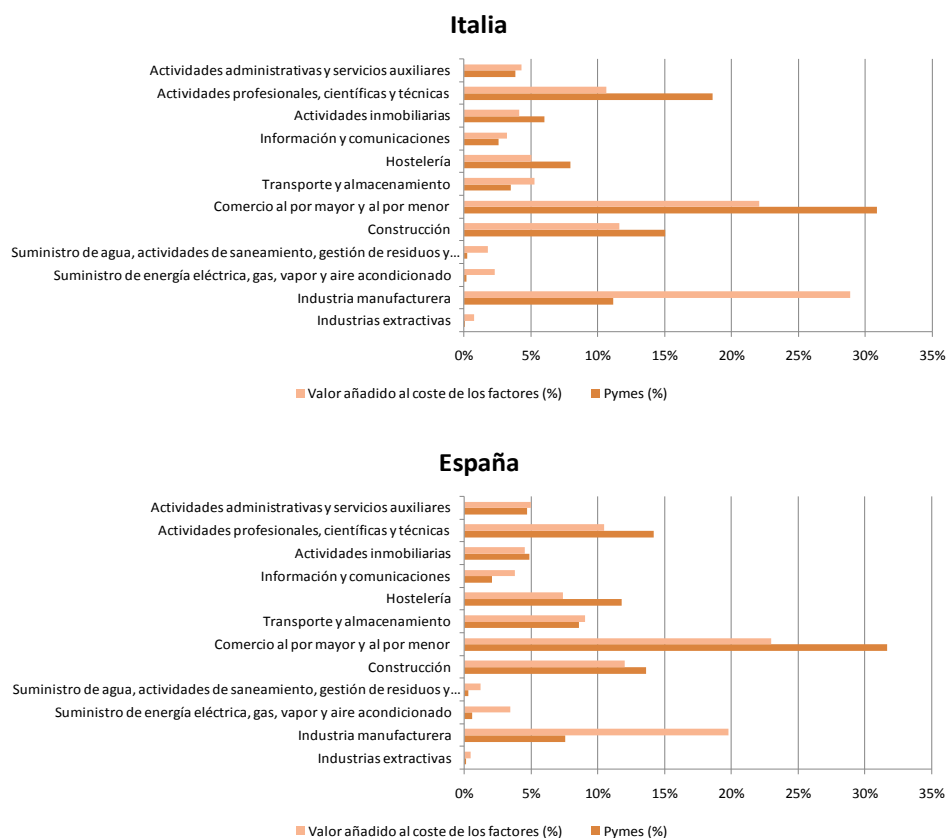
5.2.2. Mayor presencia de sectores creadores de gran valor añadido

La desindustrialización en general es uno de los males de Europa, con una economía cada vez más orientada hacia el sector servicios. Sin embargo, este proceso no se ha dado por igual en todos los países de la UE. Así, en España la caída de la contribución al PIB del sector industrial español ha sido mayor que en otras economías de la UE.

En España desde finales de los 90 se ha apostado por un "modelo de crecimiento basado en los servicios profesionales de baja cualificación, la construcción, la fabricación de productos con escaso valor añadido" (Goula, 2005: 15). Así, se ha optado por deslocalizar numerosas actividades industriales en busca de salarios más bajos.

Mientras, Italia se situaba al inicio del año 2007 como la tercera industria más importante de la UE y sus empresas han optado por no llevar a cabo un proceso de deslocalización tan acusado como el que se ha llevado en España, dándole una especial relevancia al *made in Italy* también en el sector industrial (SEMI, 2014).

Gráfico 5.4. Valor añadido por sectores España e Italia (2012)



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de *SME Performance Review Database* publicados por la CE, (2012)

Si comparamos ambos gráficos, vemos como la principal diferencia entre ambos está en el mayor porcentaje de pymes y el mayor valor añadido creado de la industria manufacturera italiana. Además, si nos fijamos en términos de productividad, la diferencia en el valor añadido creado es mucho mayor que la que encontramos en el porcentaje de empresas.

A lo largo de esta recesión económica, en perspectiva internacional se ha visto que aquellos países con mayor presencia en el sector manufacturero intensivo en tecnología han experimentado un crecimiento superior del valor añadido, como vemos en el caso de Italia, y una contracción más moderada del empleo (Otero, 2014).

5.2.3. Mayor grado de especialización en sectores de media-alta y alta tecnología

La productividad de las empresas de un país no es independiente de los sectores y gamas de producto en los que esté especializado. La diferenciación de los productos y la presencia en determinados sectores clave es precisa para favorecer la competitividad de la economía española, tanto en el mercado interno para hacer frente a las importaciones como a la hora de exportar. Así, el grado de especialización de un país revela su capacidad para competir a medio y largo plazo en el comercio internacional (CES, 2015).

Si atendemos a la intensidad importadora tanto en los bienes destinados al consumo final, como aquellos intermedios en el proceso productivo, puede darnos una idea de la competitividad de la economía española en este punto. Los valores se recogen en la siguiente tabla 5.2.

Tabla 5.2. Intensidad importadora (% sobre la demanda final)

	Consumo privado	Consumo público
Importaciones para uso final		
España	12,1	2,3
Italia	8,1	0,6
Contenido importador		
España	17,0	11,1
Italia	15,4	7,2

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de CES (2015)

La mayor presencia de importaciones para uso final⁴⁴ implica que esa producción no se encuentra en España o que la competitividad de la producción interna de bienes de consumo es menor.

Por otro lado, en cuanto al contenido importador⁴⁵, el mayor valor registrado por la economía española indica que la producción industrial española de bienes de consumo necesita más importaciones que esa misma producción industrial en Italia (CES; 2015).

Esto pone en evidencia la dependencia de la economía española de las importaciones de bienes de contenido tecnológico medio y medio-alto, suponiendo para el sector manufacturero español una pérdida de competitividad a largo plazo.

Si consideramos la especialización productiva en distintos sectores desagregados del sector manufacturero, que como hemos visto es uno de los que crea mayor valor añadido, remitiéndonos al estudio llevado a cabo por Soy, Surinach y Vayá en el año 2013 en el año 2010 de las 15 regiones europeas muy especializadas en la manufactura

⁴⁴Se trata de aquellas importaciones que son consumidas directamente por el sector privado o son usadas por el sector público como bienes de inversión como pueden ser los bienes de equipo.

⁴⁵Se trata de las importaciones incorporadas en la producción interna de bienes y servicios.

4 son italianas (Veneto, Emilia-Romagna, Lombardia y Peimonte) frente a 1 sola española en País Vaso. Entre las 12 regiones que identificaron con especialización más moderada pero por encima de la media encontramos 1 italiana en la Toscana y 1 española en Cataluña.

5.2.4. Mayor flexibilidad y menor temporalidad en el mercado laboral

"La existencia o la ausencia de trabas administrativas, la flexibilidad de la contratación y de los trámites, así como los costes asociados a los despidos, entre otros factores, constituyen elementos que pueden llegar a ser determinantes tanto en la constitución de nuevas empresas como en el crecimiento y la consolidación de las ya existentes" (Almagro y Blanco, 2014: 158).

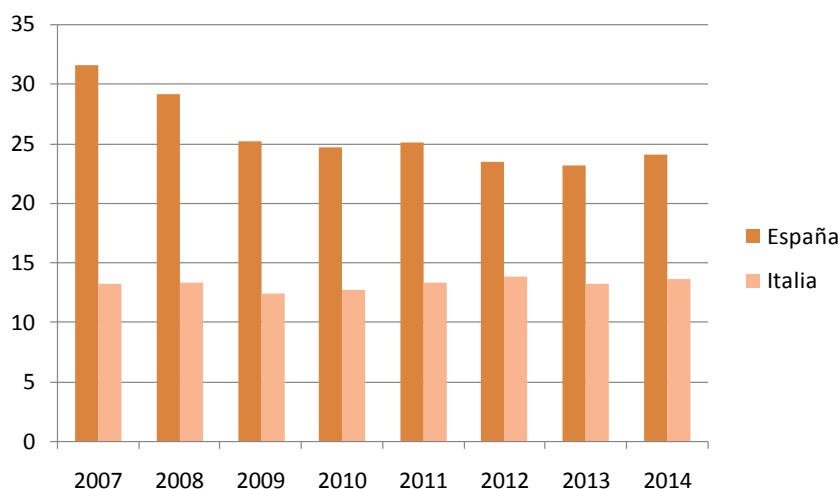
Para estos autores una de las primeras trabas que han encontrado las pymes españolas es que el mercado laboral español es un mercado poco flexible y muy orientado hacia las grandes empresas. Así, ante una situación de recesión económica, el ajuste en el mercado de trabajo se ha producido vía destrucción de empleo y no a través de la moderación salarial o la reducción de la jornada de trabajo. Además, el mercado laboral español es capaz de crear más empleo en épocas alcistas que la media de la UE, pero la destrucción en épocas de recesión económica es también mucho mayor.

En relación con esta última idea, son varios los autores que señalan los altos costes laborales como un gran hándicap para el crecimiento de las pymes. No podemos negar que desde ya antes de la entrada en el euro la inflación en España era superior a la de varios países de la Unión Europea y que desde ese momento la divergencia crece todavía aún más, con el crecimiento de los costes laborales unitarios⁴⁶ en España por encima de la media de la eurozona. Este movimiento es explicado por un rápido crecimiento de los costes laborales en España como consecuencia entre otros factores del crecimiento de la demanda interna por la expansión de sectores como la construcción, vivienda y relacionados (García, 2014). Sin embargo, no vino acompañado de un crecimiento de la productividad por hora como cabría esperar, perdiendo así competitividad la economía española.

Efectivamente este factor influye en el crecimiento y supervivencia de las pymes, pero no es el factor diferencial que buscamos entre España e Italia que ha llevado a un mejor desempeño empresarial en el segundo. El movimiento de los costes laborales unitarios y la productividad por hora en el último quinceno en ambos países ha sido muy similar. Incluso, en los últimos años, mientras en España se ha producido un proceso de devaluación salarial, en Italia los costes laborales unitarios han subido (Redondo, 2013). Por tanto, vamos a centrarnos en la segunda característica diferencial del mercado laboral español.

Nos referimos a la excesiva temporalidad del mercado laboral español como puede apreciarse en el siguiente gráfico (gráfico 5.5.) en el que vemos como el porcentaje de empleos temporales en España es mucho mayor que en Italia.

⁴⁶El coste laboral unitario (CLU) mide el coste medio del trabajador por unidad de producto y se calculan como la ratio de los costes laborales totales y la producción total.

Gráfico 5.5. Porcentaje de empleados con un contrato temporal

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat (2007-2014)

La excesiva rotación que conlleva la temporalidad no sólo trae desventajas para el propio trabajador como que sus posibilidades de carrera profesional y progresión en el puesto de trabajo se vean reducidas; sino que también trae desventajas para las propias empresas. Así, la temporalidad conlleva a la menor implicación del trabajador con la empresa, no incentiva a la formación por parte del empresario ni del trabajador y se traduce en mayores costes de selección y contratación de personal. De igual modo, puede traducirse en errores a la hora de tomar decisiones respecto a la plantilla, optando por mantener a los trabajadores a aquellos trabajadores más protegidos, en vez de aquellos más productivos (Almagro y Blanco, 2014).

5.2.5. Resultado

Los resultados obtenidos sugieren que la presencia de estrategias de cooperación como los clústers regionales, la mayor presencia de sectores creadores de gran valor añadido como la manufactura, la especialización en sectores y actividades con contenido tecnológico medio-alto o alto y la menor temporalidad en el mercado de trabajo conducen a un mejor desempeño empresarial.



CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES



Antes de dar por finalizado el estudio y tras el desarrollo del marco conceptual y del posterior análisis comparado pasamos a exponer las principales conclusiones obtenidas y una serie de recomendaciones.

También exponemos las limitaciones encontradas al estudio y las posibles líneas de actuación futura.

Tras la elaboración del marco conceptual podemos obtener varias conclusiones acerca de cuál ha sido el comportamiento de los mercados financieros en la eurozona y del mecanismo de transmisión de la política monetaria europea.

La crisis financiera ha supuesto la ruptura del mecanismo tradicional de transmisión de la política monetaria y el enfriamiento de la actividad crediticia hacia las familias y empresas.

En este contexto, las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE como principal medida de política monetaria se han mostrado insuficientes. Así, ha sido necesaria la aplicación de medidas no convencionales de política monetaria para que la tendencia bajista de los tipos de interés oficiales se transmitiera a los mercados crediticios.

Este objetivo se ha logrado en varios países de Europa, pero no así en aquellos países que se han visto sacudidos por una crisis de deuda soberana coetánea a la financiera. En estos países, se ha producido un proceso de retroalimentación entre el riesgo de insolvencia bancario y soberano, que ha llevado a que las entidades financieras apliquen mayores márgenes y endurezcan las condiciones de su oferta de crédito a las pymes. Se ha producido así la fragmentación financiera de la UE.

En estos países, entre los que se encuentran España e Italia, las pymes, motor de sus economías, han tenido que asumir mayores costes por acceder a la financiación bancaria. En un contexto de recesión en el que la financiación con cargo a reservas no ha sido posible y por tanto, la dependencia bancaria de las pymes creciente, el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito ha influido en la destrucción de tejido empresarial.

Pasando ya al desarrollo del análisis comparado, nos habíamos preguntado por la existencia de otros factores causales que llevasen a justificar los mayores tipos de interés de los préstamos empresariales en estos dos países de análisis, distintos a la prima de riesgo del país. En respuesta a esta pregunta tras la realización del estudio cuantitativo entre ambos países podemos concluir lo siguiente.

El sistema bancario español, ante una situación de riesgo soberano similar a la de Italia, ha aplicado mayores tipos de interés a la firma de nuevas operaciones de préstamo para las pymes. Durante el periodo 2007-2015, las variaciones entre el coste

de los préstamos empresariales en ambos países han sido mucho mayores que las variaciones experimentadas por las primas de riesgo de ambos países y siempre desfavorables a las pymes españolas. En consecuencia, hay otros factores que han permitido a las pymes italianas financiarse más barato.

El origen de los menores tipos de interés impuestos a las pymes italianas se encuentra en el mayor nivel de confianza en las perspectivas de negocio y evolución futura de las mismas que tiene su sistema bancario. La mejor o peor situación específica de la firma o sector se erige así como factor condicionante que influye significativamente en las condiciones de acceso al crédito bancario. Las pymes italianas durante el periodo estudiado han sobrevivido mejor a la recesión económica y han mostrado niveles más altos de desempeño que explican esta mayor confianza en su solvencia.

En relación a la última pregunta que nos planteábamos sobre cuáles son los factores causales que llevan al mejor desempeño, tras el desarrollo de la segunda fase del estudio hemos obtenido cuatro factores que en vista de nuestro estudio llevan a un mejor desempeño del tejido productivo.

La cooperación empresarial con una lógica de desarrollo en clústers o distritos empresariales permite a las pymes canalizar de forma eficiente las medidas de apoyo a la formación, internacionalización o innovación y mejorar el acceso a la financiación.

En España tan sólo encontramos dos clúster regionales con fuerza para competir en los sectores industriales emergentes como son Madrid y Barcelona, por lo que recomendamos tanto a las organizaciones empresariales, como Cepyme (Confederación española de la pequeña y mediana empresa), universidades, centros tecnológicos y autoridades locales, apostar por dar un mayor apoyo a esta línea estratégica de cooperación.

El sector manufacturero intensivo en tecnología ha sido uno de los que mejor ha resistido la crisis financiera; los países con mayor presencia en este sector han experimentado un crecimiento superior del valor añadido.

El modelo de crecimiento por el que España ha apostado en las últimas décadas, ha llevado a que nuestro sistema productivo se haya desplazado hacia sectores de menor valor añadido como la hostelería o el turismo, por lo que convendría tratar de reorientar el mismo para buscar una mayor presencia de sectores creadores de un mayor valor añadido como la manufactura. En este punto, optar por una menor deslocalización de la industria traería asociada una ventaja competitiva a nuestro país, a la luz del buen desempeño de este sector.

La diferenciación de los productos y la presencia en sectores clave como aquellos con actividades de media-alta o alta tecnología supone una ventaja competitiva en un mundo globalizado, tanto en el mercado interno, para hacer frente a las importaciones, como a la hora de exportar.

En este punto, la economía española tiene una gran dependencia de las importaciones de este tipo de bienes, lo que acaba suponiendo para el sector manufacturero español una pérdida de competitividad a largo plazo. Se trata de un

factor, íntimamente relacionado con los dos anteriores, que el tejido productivo español debería tener en cuenta a la hora de elegir los bienes en los que especializarse; de cara a que pueda haber más regiones además de País Vasco y Cataluña que puedan ser competitivas en los sectores emergentes a medio y largo plazo.

Finalmente, el último factor encontrado es la excesiva rotación que conlleva la temporalidad. Esto trae consigo la menor implicación del trabajador con la empresa, no incentiva a la formación y se traduce en mayores costes de selección y contratación de personal o en sesgos a la hora de tomar decisiones respecto al mantenimiento de los trabajadores en plantilla.

En este punto, recomendamos a las pymes españolas optar por dar un mayor peso a los contratos indefinidos y fomentar el compromiso del empleado con la organización. Por otro lado, para que esto no suponga un perjuicio ni a las empresas de nuestro país, ni a los trabajadores recomendamos a las autoridades nacionales apostar por flexibilizar el mercado de trabajo para ajustarse a la demanda; apostando por jornadas más flexibles en lugar de por la moderación salarial.

Junto a estos factores causales de un mejor desempeño que se desprenden de nuestro análisis comparado, encontramos otros que también llevan a un mejor desempeño tal y como refleja la experiencia alemana.

Así, seguir apostando por la internacionalización, apoyar en mayor medida la inversión en I+D+i o establecer una fiscalidad más favorable son algunas de las medidas que las autoridades españolas deberían tener en cuenta si quieren favorecer que su tejido productivo resista mejor épocas de contracción económica.

Además de estas conclusiones que hacen referencia a los principales objetivos del trabajo, a lo largo del desarrollo del mismo también se ha extraído alguna conclusión adicional que no queremos dejar pasar la ocasión de mencionar.

El papel de las autoridades financieras europeas durante esta crisis financiera ha sido determinante y se han puesto en marcha mecanismos para estabilizar las distintas economías europeas. Sin embargo, el sistema ha demostrado que la solidaridad europea no ha sido toda la deseable en una unión económica y monetaria.

Al hilo de la misma idea, un paso más en el proceso de integración financiera, como sería la Unión Bancaria, facilitaría el acceso al crédito a las pymes. Esto eliminaría las mencionadas consecuencias de la ruptura del mecanismo tradicional de transmisión monetaria y estabilizaría las tensiones financieras que surgen en procesos de fragmentación como los que hemos visto.

Como última consideración, tenemos que tener en cuenta los posibles sesgos que se hayan introducido durante el desarrollo del estudio y que en caso de haberse dado hubieran afectado a la validez del análisis.

La primera limitación a nuestro estudio viene al no poder expresar un nivel de significación para el resultado obtenido mediante el estudio comparado de áreas y al mejor o peor grado de ajuste de las líneas de tendencia a nuestras series de datos.

Por otro lado, también hay algunos autores que consideran que a la hora de realizar un estudio comparado entre pocos países, la selección deliberada de éstos basada en la presencia del mismo resultado, podría constituir un sesgo de selección.

Finalmente, dejamos abierta la posibilidad de continuar la investigación sobre otros posibles factores asociados a un mejor desempeño, que puedan influir en el coste de financiación asumido por las pymes, incluyendo nuevos casos de estudio comparado.

No obstante, la justificación metodológica de los análisis, tanto cuantitativo como cualitativo, realizados aportan credibilidad a las conclusiones obtenidas y creemos que las recomendaciones realizadas pueden ser interesantes para las pymes en busca de su mejor financiación.

BIBLIOGRAFÍA



LIBROS Y E-BOOKS

ALMAGRO CORDÓN, P. y BLANCO GARCÍA-LOMAS, J.J. (2014). Factores que inciden en el crecimiento de las pymes en España. En Semur Correa, A. y Trigo Portela, J. *Situación actual y retos de futuro de las pymes españolas*. Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

BUENO CAMPOS, E., CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J. (2002): *Economía de la Empresa. Análisis de las decisiones empresariales*. Ediciones Pirámide, Madrid.

CALVO, A. (2014). La restricción monetaria en el marco de la eurozona. En García, N.E. y Ruesga Benito, S.M. *¿Qué ha pasado con la economía española? La gran recesión 2.0 (2008 a 2013)*. Ediciones Pirámide, Madrid.

CALVO, A., PAREJO, J.A., RODRÍGUEZ, L. y CUERVO, A. (2014): *Manual del sistema financiero español*. Ariel, Barcelona.

FERNÁNDEZ NAVARRETE, D. (2007): *Fundamentos económicos de la Unión Europea*. Thomson, Madrid.

FERNÁNDEZ, A., RODRÍGUEZ, L., PAREJO J.A., CALVO, A. y GALINDO, M.A. (2011): *Política monetaria: fundamentos y estrategias*. Paraninfo, Madrid.

GARCÍA, N.E. (2014). La débil competitividad de la economía española en el marco de la eurozona. En García, N.E. y Ruesga Benito, S.M. *¿Qué ha pasado con la economía española? La gran recesión 2.0 (2008 a 2013)*. (pp.207-225). Ediciones Pirámide, Madrid.

GOULA, J. (2005): Competitividad industrial: capital emprendedor, capital humano, capital financiero y organización. En Genescà, E., Goula, J., Alonso, J.O. y Surís, J.M. *La industria en España: Claves para competir en un mundo global*. Ariel, Barcelona.

LANDMAN, T. (2011): *Política comparada. Una introducción a su objeto y métodos de investigación*. Alianza Editorial, Madrid.

LÓPEZ MARTÍN, F.J. y FERRÓN VÍLCHEZ, V. (2009). La dirección financiera. En Fuentes Fuentes, M^a del M. y Cordón Pozo, E. *Fundamentos de dirección y administración de empresas*. Ediciones Pirámide, Madrid.

MARTÍ, J. (2013): *Clústers. Estrategias ganadoras y trabajo en equipo*. Empresa Activa, Barcelona.

MAUDOS, J. (2012): El acceso de las pymes al crédito bancario: España en el contexto de la eurozona. En *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*. Fundación de Estudios Financieros, España.

MOCHÓN, F. (2009): *Economía, teoría y política*. Mc-Graw Hill, Madrid.

MUÑOZ BALAGUER, F. (2009): *Banca para particulares y pymes*. Tirant Lo Blanch, Valencia.

OTERO, M. (2014). La pyme. En Semur Correa, A. y Trigo Portela, J. *Situación actual y retos de futuro de las pymes españolas*. Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

SEMUR CORREA, A. y TRIGO PORTELA, J. (2014): *Situación actual y retos de futuro de las pymes españolas*. Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

LEGISLACIÓN

España. Ley 10/2014, de 26 de junio, de *ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito*. *Boletín Oficial del Estado*, de 27 de junio de 2014, 156.

Unión Europea. Recomendación 2003/361/CE, de 6 de mayo, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. *Diario oficial de la Unión Europea*, 20 de mayo de 2003, L123/36.

Unión Europea. Reglamento 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y por el que se modifica el reglamento 648/2012. *Diario oficial de la Unión Europea*, 27 de junio de 2013, L176/1.

Unión Europea. Reglamento 1072/2013 del BCE, de 24 de septiembre de 2013, sobre las estadísticas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias. *Diario oficial de la Unión Europea*, 7 de noviembre de 2013, L297/51.

ARTÍCULOS, INFORMES Y PUBLICACIONES ONLINE

BANCO CENTRAL EUROPEO (2006): *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*.

Obtenido de <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006es.pdf>

BANCO CENTRAL EUROPEO (2010): *Transmisión de la política monetaria en la zona euro un decenio después de la introducción del euro*.

Obtenido de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/10/Fich/bm1005-3.pdf>

BANCO CENTRAL EUROPEO (2015): *Financial integration in Europe*.

Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201504.en.pdf?3f4d1378095005332d615bb195c29846>

BERGES, A., ONTIVEROS, E. y VALERO, F.J. (2013). "La crisis bancaria y de deuda soberana en España: orígenes e interrelaciones". *Ekonomiaz*, 84, 129-155.

Obtenido de <http://www.afi.es/EO/notaprensa20131112b.pdf>

COMISIÓN EUROPEA (2014): *A partial and fragile recovery. Annual Report on European SMEs 2013/2014.*

Obtenido de http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2014/annual-report-smes-2014_en.pdf

CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL (CES) (2015). "La competitividad de la empresa española en el mercado interno: estructura productiva, importaciones y ciclo económico". Colección Informes, 01/2015.

DEL CASTILLO, J. (2011): *Internacionalización y políticas de apoyo a las pymes en la Unión Europea.*

Obtenido de http://www.cepal.org/ddpe/noticias/paginas/9/45599/internacionalizacion_y_apoyo_py_me.pdf

DE GRAUWE, P. (2010). "Crisis in the eurozone and how to deal with it". *Centre for European Policy Studies Policy Brief*, 204.

Obtenido de <http://aei.pitt.edu/14551/>

ESCORSA, P. (2011). "Alemania, cuello de botella". *El ciervo: revista mensual de pensamiento y cultura*, 730: 26.

Obtenido de <http://dialnet.unirioja.es/ejemplar/293081>

ESTEVE GARCÍA V. y PRATS ALBENTOSA, M.A. (2007). "El mecanismo de transmisión de la política monetaria en la economía española y en el conjunto de la UEM". *Información Comercial Española*, 837, 31-53.

ESTEVE GARCÍA V. y PRATS ALBENTOSA, M.A. (2011). "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional". *Principios*, 19/2011, 5-34.

EUROPEAN CLUSTER OBSERVATORY (2014): *European Cluster Panorama 2014.*

Obtenido de http://ec.europa.eu/growth/smes/cluster/observatory/index_en.htm

EUROVAL (2010): *Las pymes, claves de la recuperación.*

Obtenido de <http://www.euroval.com/es/sector/d/las-pymes-claves-de-la-recuperacion-informe-septiembre-2010-servicio-de-estudios-de-la-caixa/1173>

FEDRIANI MARTEL, E.M. y SÁNCHEZ SÁNCHEZ, A. M. (2008): *Redefiniendo la interpolación para el análisis de series temporales irregulares.*

Obtenido de <http://metodos.upct.es/asepuma/comunicaciones/completas/307.pdf>

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012): *Taking Stock: a Progress Report on Fiscal Adjustment.*

Obtenido de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/02/fmindex.htm>

MAUDOS, J. (2013). "La fragmentación del mercado financiero europeo y el coste de la financiación bancaria". *Cuadernos de información económica*; 234: 1-11.

Obtenido de <http://www.funcas.ceca.es/Publicaciones/Detalle.aspx?IdArt=21062>

MINISTERIO DE POLÍTICA TERRITORIAL Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA. AGENCIA ESTATAL DE EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS Y LA CALIDAD DE LOS SERVICIOS (AEVAL) (2011): *Informe de evaluación de las líneas ICO-PYME.* Madrid.

Obtenido de <http://www.aeval.es/comun/pdf/evaluaciones/E25-ICO-PYME.pdf>

MIRALLUELO, A. Y DEL RÍO, A. (2013). "La fragmentación de la zona euro durante la crisis". *Boletín Económico Banco de España*, 12/2013: 41-52.

Obtenido de

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/13/Dic/Fich/be1312.pdf>

REDONDO LÓPEZ, C. (2013). "Evolución reciente de la productividad en España ¿Hacia la recuperación o hacia el estancamiento?" *Economía Industrial*, 390, 55-66.

Obtenido de <http://www.minetur.gob.es/es-ES/servicios/Documentacion/Publicaciones/Paginas/detallePublicacionPeriodica.aspx?numRev=390>

SOY, A., SURIÑACH, J. y VAYÁ, E. (2013): *Especialización productiva y clústers en las regiones europeas.*

Obtenido de

<http://www.reunionesdeestudiosregionales.org/Oviedo2013/htdocs/pdf/p619.pdf>

ENCUESTAS Y BASES DE DATOS ONLINE

BANCO CENTRAL EUROPEO (2003-2014)/(2008-2013)/(2008-2014): *Bank lending survey (BLS).*

Obtenido de <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484572>

BANCO CENTRAL EUROPEO (2009-2015)/(1993-2015): *Statistical Data Warehouse.*

Obtenido de <http://sdw.ecb.europa.eu/>

BANCO CENTRAL EUROPEO (2008-2014)/(2007-2015): *Statistics*

Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

BANCO CENTRAL EUROPEO Y COMISIÓN EUROPEA (2009, 2011, 2013): *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE).*

Obtenido de http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys/safe/index_en.htm

COMISIÓN EUROPEA (2008-2014)/(2012): *SME Performance Review Database.*

Obtenido de http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review/index_en.htm

EUROSTAT (2012): *Structural business statistics.*

Obtenido de <http://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/data/main-tables>

EUROSTAT (2007-2014): *Labour market statistics.*

Obtenido de <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

APUNTES ACADÉMICOS

HITOS, R. (2009): *Curso "El dinero y la banca". El sistema financiero europeo.* (Apuntes académicos).

Obtenido de http://www.uned.es/experto-dinero-banca/trabajos/El_Sistema_Financiero_Europeo.pdf

PÁGINAS WEB

ARROYO, M.J. (Sin fecha): *Operaciones de mercado abierto.*

Obtenido en junio 2015 de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/operaciones-de-mercado-abierto.html>

BANCO CENTRAL EUROPEO (Sin fecha): *Eurosistema.*

Obtenido en junio de 2015 de <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

BANCO DE ESPAÑA (Sin fecha): *Instituciones financieras monetarias.*

Obtenido en junio de 2015 de <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ifm/listifm.html>

BANKIMIA (Sin fecha):. *Depósitos: Fondo de Garantía de Depósitos.*

Obtenido en junio de 2015 de <http://www.bankimia.com/fondo-de-garantia-de-depositos>

WOLFRAMALPHA (Sin fecha): Herramienta matemática.

Obtenido en julio de 2015 de <http://www.wolframalpha.com/widgets/view.jsp?id=58a91bb19671d3a3fb526644fdb27b61>

NOTICIAS

EFE ECONOMÍA (2013): *Draghi defiende las medidas de política monetaria del BCE en la crisis.* El País.

Obtenido de http://economia.elpais.com/economia/2013/03/19/agencias/1363683170_802286.html

EUROPA PRESS (2013, 13 de junio): *Las pymes pagan un 77% más por el crédito que sus homólogas alemanas.* El País

Obtenido de http://economia.elpais.com/economia/2013/06/11/actualidad/1370940191_672706.html

PORTILLO, J. (2013, 17 de octubre): *La pyme española paga un 5% por financiarse frente al 2,8% de la alemana.* Cinco días.

Obtenido de http://www.economistas.org/Contenido/Consejo/ResumenPrensa/1_2013/3_OCTUBRE/17-10-13/2_pyme.pdf

MARS, A. (2014, 13 de enero): *Las pymes pagan por los préstamos el interés más bajo desde julio de 2010.* El País.

Obtenido de http://economia.elpais.com/economia/2014/01/12/actualidad/1389556895_646807.html

SEMI (2014, 14 de marzo): *El peso de la industria en Italia impulsa la modernización de sus instalaciones.* SEMI Noticias.

Obtenido de <http://www.semi.es/noticias/el-peso-de-la-industria-en-italia-impulsa-la-modernizacion-de-sus-instalaciones.html>

TAHIRI, J. (2014, 21 de enero): *La prima de riesgo comienza a bajar para las empresas.* ABC.

Obtenido de <http://www.abc.es/economia/20140120/abci-empresas-prima-riesgo-interes-201401172206.html>

**INDICE DE ABREVIATURAS
INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS**



ÍNDICE DE ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeo
CE	Comisión Europea
ECOFIN	Consejo de Ministros de Economía y Hacienda
FECOM	Fondo Europeo de Cooperación Monetaria
ICO	Instituto Oficial de Crédito
IPC	Nivel general de precios
PIB	Producto Interior Bruto
pymes	Pequeñas y medianas empresas
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SME	Sistema Monetario Europeo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria



ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

TABLAS

PARTE PRIMERA: MARCO CONCEPTUAL

CAPÍTULO 1

Financiación empresarial en la zona euro

Tabla 1.1. Clasificación de empresas según tamaño	18
Tabla 1.2. Estructura empresarial en Europa, principales indicadores para empresas no financieras (2012).....	19
Tabla 1.3. Definición de las principales fuentes de financiación ajenas	23
Tabla 1.4. Calendario última fase UEM y del Euro	34
Tabla 1.5. Operaciones de mercado abierto en el Eurosistema	43

CAPÍTULO 2

Del Banco Central Europeo a cada PYME.

PARTE SEGUNDA: ANÁLISIS COMPARADO

CAPÍTULO 3

Planteamiento y Metodología.

Tabla 3.1. Efectos de la recesión económica en relación con el endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito bancario (2008-2014).....	68
Tabla 3.2. Riesgo bancario y riesgo soberano en la prensa	69
Tabla 3.3. Escenario comparado España - Italia	72

CAPÍTULO 4

Desarrollo del Estudio. Análisis Cuantitativo.

Tabla 4.1. Cálculo DifIntPrest	87
Tabla 4.1. Cálculo <i>DifBono</i>	90

CAPÍTULO 5

Desarrollo del Estudio. Análisis Cualitativo.

Tabla 5.1. "Tabla de la verdad" hipotética	97
Tabla 5.2. Intensidad importadora (% sobre la demanda final).....	101

GRÁFICOS

PARTE PRIMERA:MARCO CONCEPTUAL

CAPÍTULO 1

Financiación empresarial en la zona euro

Gráfico 1.1. Distribución del valor añadido y del empleo entre las pymes europeas por sectores de actividad (2012).....	20
Gráfico 1.2. La estructura financiera de la empresa	22
Gráfico 1.3. Instrumentos financieros utilizados en los últimos 6 meses (% de empresas que declaran haberlos usado)	25
Gráfico 1.4. Instrumentos financieros utilizados en los últimos 6 meses (% de empresas que declaran haberlos usado) para los países y años reflejados.....	26
Gráfico 1.5. Flujos de recursos y activos entre agentes económicos.....	28
Gráfico 1.6. Sistema financiero español. El sector del crédito	30
Gráfico 1.7. Mapa de la zona euro 2015.....	35
Gráfico 1.8. Endurecimiento en el acceso a la financiación para el tejido empresarial europeo (2004-2015).....	38
Gráfico 1.9. Desviación típica de los tipos de interés del mercado interbancario (puntos básicos)	41
Gráfico 1.10. Indicadores compuestos de los tipos de interés de los préstamos bancarios a entidades/empresas no financieras	42
Gráfico 1.11. Tipo de interés oficial de referencia BCE 2008-2015 (tipo interés operaciones principales de financiación)	45

CAPÍTULO 2

Del Banco Central Europeo a cada PYME.

Gráfico 2.1. Funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.....	50
Gráfico 2.2. Transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés reales..	52
Gráfico 2.3. Apoyo público a los bancos y variación de primas de riesgo soberano	54
Gráfico 2.4. Rentabilidad de los bonos de deuda pública a 10 años	55
Gráfico 2.5. Correlación entre riesgo bancario y soberano en la eurozona	56

PARTE SEGUNDA:ANÁLISIS COMPARADO

CAPÍTULO 3

Planteamiento y Metodología.

Gráfico 3.1. Pymes, motor de la economía en España e Italia	65
Gráfico 3.2. Términos y condiciones aplicados a los préstamos concedidos. Eurozona, España e Italia (2008-2014)	66
Gráfico 3.3. Factores que influyen en las condiciones de acceso al crédito bancario (2008-2014)	70
Gráfico 3.4. Porcentaje de empresas que declaró haber usado financiación en forma de préstamos bancarios en los últimos 6 meses (2009, 2011, 2013)	72

CAPÍTULO 4

Desarrollo del Estudio. Análisis Cuantitativo.

Gráfico 4.1. Gráficos de secuencia de las series X_n , Y_n , U_n , V_n	82
Gráfico 4.2. Diagramas box-plot de las series temporales X_n , Y_n , U_n , V_n	83
Gráfico 4.3. Área comprendida entre $f(t)$ y $g(t)$	85
Gráfico 4.4. Función diferencia para el cálculo del estadístico DifIntPrest	86
Gráfico 4.5. Área comprendida entre $h(t)$ e $i(t)$	88
Gráfico 4.5. Función diferencia para el cálculo del estadístico DifBono.....	89

CAPÍTULO 5

Desarrollo del Estudio. Análisis Cualitativo.

Gráfico 5.1. Relación dificultad de acceso al crédito-deterioro de las perspectivas de negocio (% de pymes).....	93
---	-----------

Índice de tablas y gráficos

Gráfico 5.2. Valor añadido de las iniciativas clúster	98
Gráfico 5.3. Fuerza de los clúster regionales en Europa	99
Gráfico 5.4. Valor añadido por sectores España e Italia (2012).....	100
Gráfico 5.5. Porcentaje de empleados con un contrato temporal	103

ANEXO



ANEXO 1: SERIES DE DATOS UTILIZADAS

	Tipo de interés bonos a 10 años (%)		Tipos de interés préstamos <1Meuros a entidades no financieras (%)	
	España	Italia	España	Italia
2009M01	4,15	4,62	4,93	4,59
2009M02	4,23	4,54	4,55	4,16
2009M03	4,06	4,46	4,31	3,87
2009M04	4,01	4,36	4,15	3,67
2009M05	4,05	4,42	4,06	3,52
2009M06	4,24	4,61	4,08	3,43
2009M07	4,01	4,37	3,99	3,22
2009M08	3,78	4,12	3,87	3,1
2009M09	3,8	4,09	3,77	3,05
2009M10	3,77	4,1	3,75	3,05
2009M11	3,79	4,06	3,73	2,99
2009M12	3,8	4,01	3,63	2,95
2010M01	3,99	4,08	3,73	2,95
2010M02	3,98	4,05	3,64	2,94
2010M03	3,83	3,95	3,58	2,9
2010M04	3,9	4	3,57	2,87
2010M05	4,08	3,99	3,59	2,86
2010M06	4,56	4,1	3,42	2,98

Anexo 1: Series de Datos utilizadas

	Tipo de interés bonos a 10 años (%)		Tipos de interés préstamos <1Meuros a entidades no financieras (%)	
	España	Italia	España	Italia
2010M07	4,43	4,03	3,56	3,06
2010M08	4,04	3,8	3,61	3,19
2010M09	4,1	3,86	3,61	3,09
2010M10	4,04	3,8	3,76	3,24
2010M11	4,69	4,18	3,78	3,27
2010M12	5,37	4,6	3,78	3,18
2011M01	5,38	4,73	3,96	3,2
2011M02	5,26	4,74	4,16	3,28
2011M03	5,25	4,88	4,32	3,33
2011M04	5,33	4,84	4,41	3,51
2011M05	5,32	4,76	4,47	3,61
2011M06	5,48	4,82	4,48	3,68
2011M07	5,83	5,46	4,62	3,94
2011M08	5,25	5,27	4,56	4,13
2011M09	5,2	5,75	4,77	4,13
2011M10	5,26	5,97	4,88	4,38
2011M11	6,19	7,06	4,91	4,58
2011M12	5,51	6,81	4,95	4,95
2012M01	5,4	6,54	5,07	4,97
2012M02	5,11	5,55	4,96	4,93
2012M03	5,17	5,05	5,02	4,74
2012M04	5,79	5,68	5,32	4,68

ANEXO 1: SERIES DE DATOS UTILIZADAS

	Tipo de interés bonos a 10 años (%)		Tipos de interés préstamos <1Meuros a entidades no financieras (%)	
	España	Italia	España	Italia
2012M05	6,13	5,78	5,14	4,64
2012M06	6,59	5,9	5,17	4,57
2012M07	6,8	6	5,26	4,64
2012M08	6,58	5,82	5,35	4,53
2012M09	5,92	5,25	5,06	4,39
2012M10	5,65	4,95	5,1	4,45
2012M11	5,69	4,85	5,09	4,43
2012M12	5,34	4,54	4,91	4,37
2013M01	5,05	4,21	5,12	4,33
2013M02	5,22	4,49	5,17	4,33
2013M03	4,92	4,64	5,08	4,3
2013M04	4,59	4,28	5,36	4,32
2013M05	4,25	3,96	5,31	4,31
2013M06	4,67	4,38	5,05	4,25
2013M07	4,66	4,42	5,17	4,35
2013M08	4,51	4,42	4,97	4,45
2013M09	4,42	4,54	4,98	4,29
2013M10	4,22	4,25	5,04	4,43
2013M11	4,11	4,1	4,93	4,33
2013M12	4,14	4,11	4,79	4,32
2014M01	3,78	3,87	5,01	4,35
2014M02	3,56	3,65	4,88	4,34

Anexo 1: Series de Datos utilizadas

	Tipo de interés bonos a 10 años (%)		Tipos de interés préstamos <1Meuros a entidades no financieras (%)	
	España	Italia	España	Italia
2014M03	3,31	3,4	5,07	4,14
2014M04	3,1	3,23	4,95	4,22
2014M05	2,93	3,12	4,8	4,15
2014M06	2,71	2,92	4,59	3,93
2014M07	2,65	2,79	4,58	3,93
2014M08	2,31	2,63	4,48	3,93
2014M09	2,16	2,4	4,23	3,57
2014M10	2,11	2,42	4,21	3,52
2014M11	2,07	2,29	4,04	3,35
2014M12	1,79	1,99	3,89	3,28
2015M01	1,54	1,7	4,06	3,29

