

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

1/2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO
A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: FACTORES
DE DEMANDA Y DE OFERTA

Roi Barreira, Sergio Mayordomo, Irene Roibás
y Manuel Ruiz-García

RESUMEN

La financiación de las empresas no financieras mediante crédito proporcionado por entidades bancarias residentes ha mostrado un escaso dinamismo desde el verano de 2020. Esta evolución tras el impacto de la crisis sanitaria se ha producido en un contexto de debilidad de la demanda, de relativa estabilidad de la oferta de fondos bancarios y de repunte del recurso a la financiación con valores de renta fija. El análisis con información granular de empresas y de bancos confirma que esta pérdida de dinamismo de la financiación bancaria se explicaría fundamentalmente por factores de demanda. En particular, se encuentran indicios de que algunas empresas habrían estado utilizando una parte de los colchones de liquidez acumulados durante 2020 y de que las grandes empresas habrían sustituido una parte de su financiación con préstamos bancarios por valores de renta fija. El análisis también sugiere que los factores de oferta vinculados con la disponibilidad de capital por parte de las entidades bancarias no han desempeñado un papel importante para explicar la debilidad del crédito concedido a las sociedades no financieras durante el período examinado.

Palabras clave: oferta de crédito, demanda de crédito, emisiones de renta fija, sociedades no financieras.

Códigos JEL: E41, E44, E51, G21, G32.

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: FACTORES DE DEMANDA Y DE OFERTA

Este artículo ha sido elaborado por Roi Barreira, Sergio Mayordomo, Irene Roibás y Manuel Ruiz-García, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

Tras el fuerte recurso a la financiación mediante préstamos bancarios con aval público, que tuvo lugar durante la primavera de 2020 para dar respuesta a la crisis sanitaria, el crédito concedido por las entidades de crédito residentes a las sociedades no financieras ha mostrado signos de debilidad. Concretamente, desde agosto de 2020 el saldo vivo de esta fuente de financiación ha presentado una evolución descendente de forma prácticamente ininterrumpida, en términos desestacionalizados, salvo algunos repuntes puntuales, como el que tuvo lugar a finales de 2021 (véase gráfico 1.1). Por su parte, el saldo de la financiación captada por las sociedades no financieras mediante la emisión de valores de renta fija ha aumentado a buen ritmo desde junio de 2020, llegando a alcanzar tasas intertrimestrales del 6,1 % en noviembre. El análisis de los flujos brutos de ambas fuentes de financiación arroja unos resultados similares. Así, mientras que los flujos de nuevas emisiones, en términos acumulados de tres meses, se situaban en diciembre de 2021 alrededor de un 60 % por encima de los niveles registrados, en promedio, en 2019, los de nueva financiación bancaria continuaban situándose en niveles claramente inferiores a los de entonces (véase gráfico 1.2).

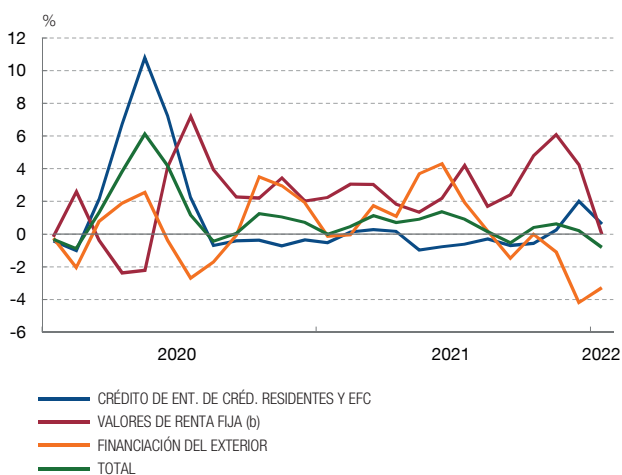
El escaso dinamismo del crédito concedido por las entidades financieras residentes a las sociedades no financieras se ha observado en un contexto de debilidad de la demanda y de relativa estabilidad de la oferta de fondos bancarios, según diversas encuestas. Así, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios¹ (EPB), tras el extraordinario repunte de las peticiones de fondos para financiar las cuantiosas necesidades de liquidez en el segundo trimestre de 2020 como consecuencia de las restricciones introducidas durante la pandemia, la demanda de préstamos bancarios habría permanecido débil hasta el cuarto trimestre de 2021 (última información disponible), tanto en el caso de las grandes empresas como en el de las pymes (véase gráfico 1.3). Por el lado de la oferta, los criterios de concesión de los préstamos habrían permanecido sin cambios o mostrado ligeros endurecimientos desde el cuarto trimestre de 2020.

1 Menéndez Pujadas y Mulino (2022).

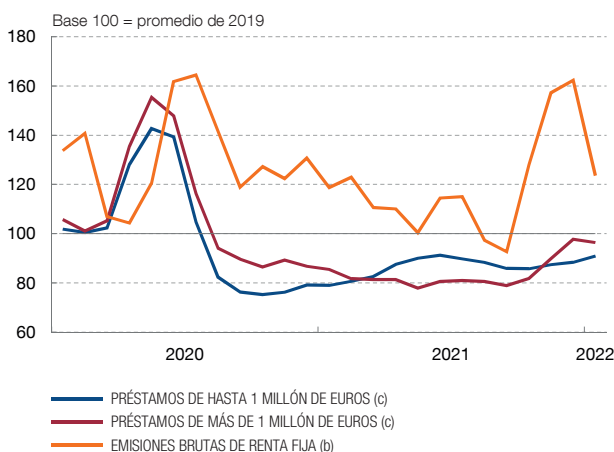
EL ESCASO DINAMISMO DEL CRÉDITO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SE HA PRODUCIDO EN UN CONTEXTO DE DEBILIDAD DE LA DEMANDA Y DE CIERTA ESTABILIDAD DE LA OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS

La falta de dinamismo del crédito tras el fuerte recurso a la financiación mediante préstamos avalados por el Estado se ha producido en un contexto de debilidad de la demanda y de cierta estabilidad de la oferta, al tiempo que la financiación con valores de renta fija ha repuntado con fuerza. Según la EPB, la demanda de préstamos habría sido débil desde julio de 2020 y los criterios de aprobación de préstamos habrían permanecido inalterados o habrían registrado ligeros endurecimientos desde octubre de 2020. Por su parte, la SAFE señala menores peticiones de financiación entre octubre de 2020 y septiembre de 2021, y un ligero descenso de la proporción de pymes que presentaban dificultades en el acceso a la financiación bancaria entre abril y septiembre de 2021.

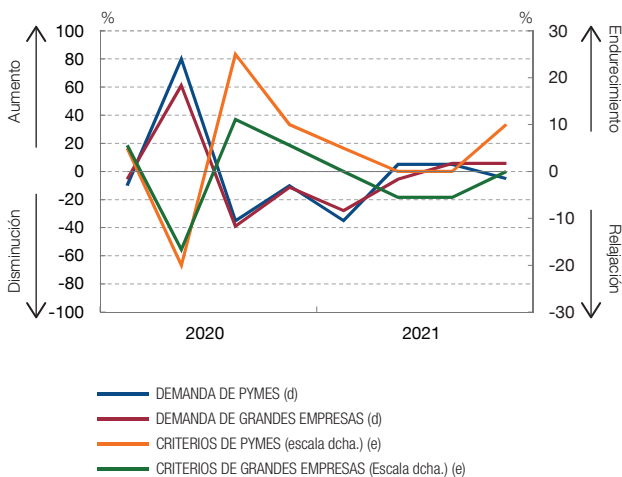
1 SALDOS VIVOS DE FINANCIACIÓN (a)
Variación intertrimestral desestacionalizada



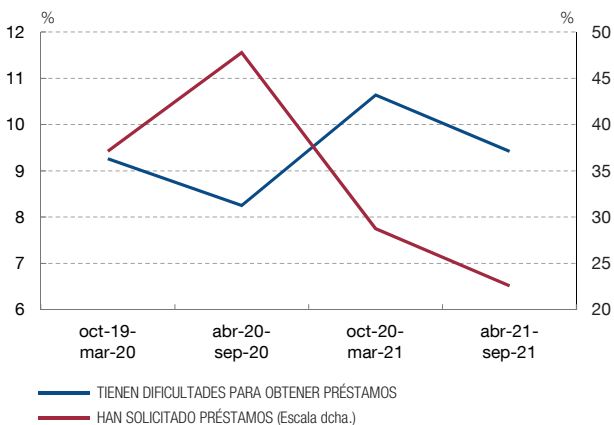
2 NUEVAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN (a)
Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



3 EPB: CAMBIOS EN LA DEMANDA Y EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS



4 SAFE: PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS Y PYMES QUE HAN SOLICITADO PRÉSTAMOS BANCARIOS



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Las series de financiación bancaria (crédito o préstamos) incluyen la concedida tanto por las entidades de depósito como por los establecimientos financieros de crédito.
- b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes de sociedades no financieras.
- c Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.
- d Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable $\times 1$ + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.
- e Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.



Asimismo, los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro² (SAFE, por sus siglas en inglés) indican que la proporción de pymes españolas que solicitaron préstamos bancarios habría disminuido entre octubre de 2020 y septiembre de 2021, alcanzando entre abril y septiembre del año pasado (última información disponible) el valor mínimo, del 23 %, desde el inicio de la encuesta en 2009 (véase gráfico 1.4). En lo que respecta a la oferta de crédito, la SAFE también señala que el porcentaje de pymes que habrían declarado tener dificultades se habría reducido ligeramente, hasta el 9 %, entre abril y septiembre de 2021, como consecuencia de la menor dificultad para obtener la totalidad del préstamo solicitado.

En este artículo se presentan varios enfoques para analizar en detalle, a partir de información granular de empresas y de bancos, los posibles factores asociados a la falta de dinamismo de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes a las sociedades no financieras tras el fuerte repunte registrado durante los primeros meses de la pandemia. En la segunda sección se focaliza la atención en la demanda de crédito y se analiza si su debilidad puede estar condicionada por la liberación de los colchones de liquidez acumulados por motivos precautorios durante 2020. Se estudia también si detrás de esta debilidad hay un efecto de sustitución de los préstamos bancarios por financiación mediante valores de renta fija. La tercera sección se centra en la oferta del crédito a las empresas que operan en los sectores más afectados por la pandemia.

Los resultados obtenidos a partir de los análisis descritos anteriormente sugieren que la debilidad de la demanda de crédito podría obedecer a las menores necesidades de financiación externa de las empresas, en la medida en que la progresiva reducción de la incertidumbre ha favorecido que un número creciente de compañías hayan ido liberando una parte de los colchones de liquidez que acumularon en 2020³. Asimismo, el aumento de las emisiones de renta fija⁴ podría estar reflejando la sustitución de la financiación bancaria por la captación de fondos en los mercados de capitales por parte de las grandes empresas. Por el lado de la oferta, la evidencia apunta a que los bancos que presentaban menores niveles de solvencia no han restringido el crédito a las empresas en sectores más afectados por la crisis del COVID-19 en mayor medida de lo que lo han hecho aquellos que partían de un nivel superior de solvencia. Por tanto, estos resultados parecen indicar que los factores vinculados con la disponibilidad de capital no han desempeñado un papel importante para explicar la debilidad del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras durante el período examinado.

2 Menéndez Pujadas (2021).

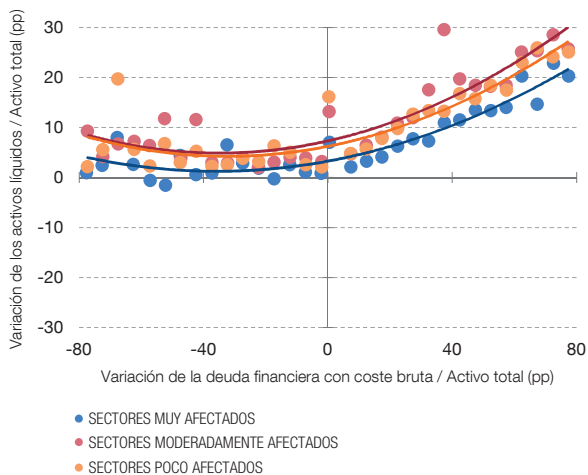
3 Menéndez Pujadas y Mulino (2021).

4 El aumento de las emisiones brutas a mediados de 2020 se vio favorecido por el elevado volumen de compras netas bajo el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), mientras que el repunte observado a finales de 2021 estuvo condicionado por un aumento del apetito por el riesgo y por la anticipación de las subidas de los tipos de interés.

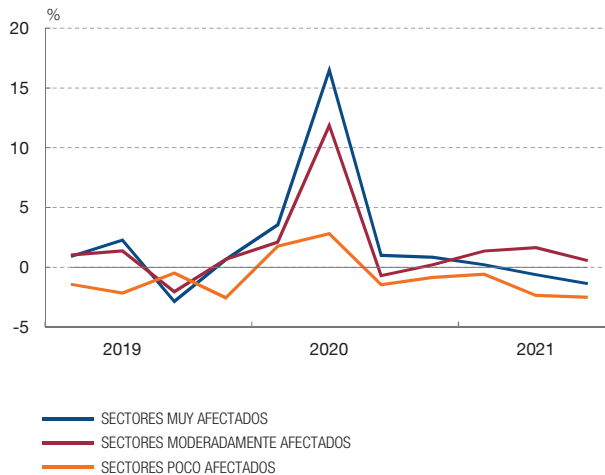
PARTE DEL RECURSO A LA DEUDA DURANTE 2020 SE UTILIZÓ PARA ACUMULAR LIQUIDEZ POR MOTIVOS PRECAUTORIOS, Y ES PROBABLE QUE SE ESTÉN LIBERANDO AHORA PARTE DE ESTOS COLCHONES DE LIQUIDEZ

El aumento del endeudamiento de las empresas en 2020 vino acompañado de un incremento de la liquidez por motivos precautorios, incluso en los sectores más afectados por la pandemia. Es probable que un número creciente de compañías hayan ido liberando en 2021 una parte de los colchones de liquidez. La debilidad del crédito desde la segunda mitad de 2020 ha sido más acusada en los sectores poco afectados por la pandemia.

1 VARIACIÓN DE LA DEUDA CON COSTE FRENTE A ACTIVOS LÍQUIDOS EN 2020 CON RESPECTO A 2019 (a) (b)



2 SALDO DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, POR SECTOR (b) Variación intertrimestral



FUENTE: Banco de España.

- a Cada punto del gráfico corresponde a la media de la variación de la deuda con coste sobre el activo total y a la media de la variación de los activos líquidos sobre el activo total, que se obtienen en intervalos de una longitud de 5 pp de la variación de la deuda relativa al activo. Solo se consideran aquellos intervalos en los que hay más de una empresa.
- b Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas cayeron más de un 15 % en 2020 y moderadamente afectados aquellos cuyas ventas cayeron entre un 9 % y un 15 %. El resto de los sectores se consideran poco afectados.



Factores de demanda

Un motivo que puede explicar la debilidad de la demanda de crédito es la liberación de los colchones de liquidez que las empresas habían acumulado durante 2020 por motivos precautorios, financiados, en parte, con el recurso a la deuda. Según la información disponible en la Central de Balances Integrada⁵ (CBI) del Banco de España, una parte del incremento del endeudamiento empresarial en 2020 se habría destinado a acumular colchones de liquidez (véase gráfico 2.1), incluso en los sectores muy afectados por la pandemia⁶. Los datos para 2021 de la Central de Balances Trimestral⁷, que están formados por una muestra más reducida de empresas de tamaño generalmente grande, parecen confirmar la hipótesis de la liberación de los

5 La CBI incluye información hasta 2020, año para el que, hasta el momento de la publicación de este artículo, se había recibido información de 465.362 empresas. La cobertura de esta muestra, en términos de VAB, es del 40,5 % respecto al total del sector de sociedades no financieras.

6 Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 9 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.

7 Menéndez Pujadas y Mulino (2021).

colchones de liquidez en 2021, ya que evidencian que durante dicho ejercicio la proporción de compañías que redujeron sus activos líquidos fue más elevada que la de las que los aumentaron.

Por otra parte, los datos de los saldos de crédito por sectores muestran una mayor debilidad en su evolución desde la segunda mitad de 2020 en el caso de aquellos poco afectados por la pandemia. En estos sectores, el saldo de crédito ha disminuido, en términos intertrimestrales, desde septiembre de 2020 hasta septiembre de 2021 (último dato disponible), fecha en la que la tasa de contracción era del 2,5 % (véase gráfico 2.2). Por su parte, en los sectores moderadamente afectados el crédito ha crecido de manera prácticamente ininterrumpida durante el mismo período, si bien lo ha hecho a menor ritmo que el registrado durante los primeros meses de la pandemia. Finalmente, los sectores muy afectados, en los que el crédito creció con más fuerza en el segundo trimestre de 2020, han mostrado un comportamiento intermedio, registrando un ligero avance entre septiembre de 2020 y marzo de 2021 y, a partir de entonces, descensos moderados. La evolución menos dinámica del crédito en los sectores poco afectados sería coherente con unas menores necesidades de financiación de este segmento, puesto que es probable que estén haciendo uso de los fondos acumulados en 2020.

Otro de los posibles factores que pueden estar influyendo en el escaso dinamismo de la demanda de crédito de las empresas es la sustitución de esta fuente de financiación por el recurso a la emisión de valores de renta fija⁸. Como se observa en el gráfico 3.1, en las grandes empresas, que son las que, en general, suelen tener acceso a la financiación en los mercados de capitales, el saldo de crédito se ha contraído en mayor medida que en las pymes. Así, mientras que en septiembre de 2021 el crédito concedido a las grandes compañías descendía un 1,6 %, en términos intertrimestrales, en las pymes lo hacía en un 0,9 %.

Para evaluar el posible efecto de sustitución de préstamos bancarios por valores de renta fija, se ha tomado de la Base de datos de Emisores de Valores⁹ (BEV) del Banco de España información relativa al saldo vivo de valores de renta fija de las sociedades no financieras españolas y de sus filiales, tanto residentes como no residentes, para septiembre de 2020 y septiembre de 2021, y se han consolidado los datos a nivel de grupo emisor. Por su parte, la información relativa al crédito bancario se ha obtenido a partir de la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España para los

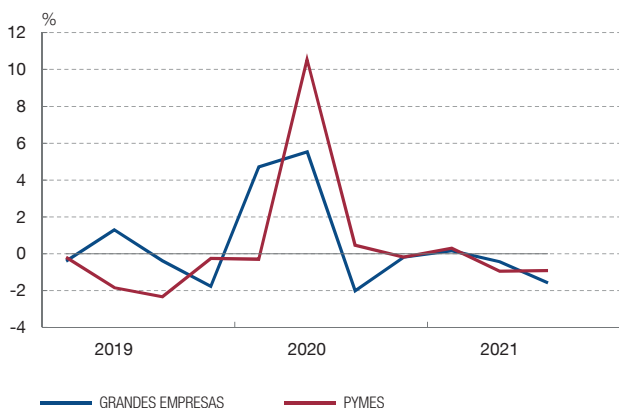
8 Este efecto de sustitución ya se produjo tras la introducción del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema (CSPP, por sus siglas en inglés) en marzo de 2016 [véase Arce, Mayordomo y Gimeno (2021)]. Los resultados de un análisis de regresión muestran que, al igual que entonces, la sustitución de fuentes de financiación por las grandes empresas emisoras ha favorecido la oferta de crédito bancario a las empresas de menor tamaño que no tienen acceso a los mercados de deuda, puesto que los bancos en los que el crédito concedido a empresas emisoras de valores de renta fija había caído entre septiembre de 2020 y septiembre de 2021 aumentaron su oferta de crédito al segmento de pymes.

9 La BEV es una base de datos valor a valor (datos granulares) que contiene información de emisores y de emisiones de valores representativos de deuda.

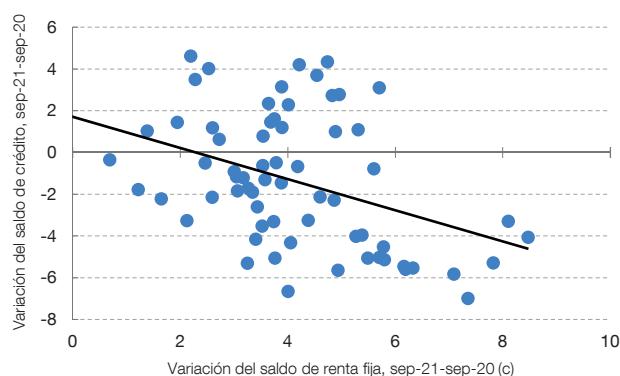
SE OBSERVA UNA MAYOR DEBILIDAD EN EL CRÉDITO A LAS GRANDES EMPRESAS, QUE HAN SUSTITUIDO PARTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA POR VALORES DE RENTA FIJA

El descenso de crédito concedido por las entidades de crédito residentes a las sociedades no financieras ha sido más acusado en las grandes empresas. Se observa un efecto de sustitución entre financiación mediante préstamos bancarios y valores de renta fija para las empresas emisoras, que son, en su mayoría, grandes compañías, puesto que aquellas cuyo saldo vivo de valores de renta fija se ha incrementado en mayor medida han reducido con más intensidad su saldo vivo de crédito. Un análisis de regresión muestra que esta relación negativa es estadísticamente significativa.

1 SALDO DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, POR TAMAÑO (a)
Variación intertrimestral



2 SUSTITUCIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS POR VALORES DE RENTA FIJA POR PARTE DE LAS EMPRESAS EMISORAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La definición de «tamaño» está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
 b La variación de estos saldos se expresa en logaritmos, para lo que se toma el logaritmo neperiano del valor absoluto de la diferencia en el saldo entre las dos fechas en millones de euros y se multiplica posteriormente por el signo de la variación. Los datos están consolidados a nivel de grupo y cada punto representa una empresa.
 c Incluye pagarés. El análisis realizado excluyendo estos instrumentos da unos resultados similares.



mismos períodos temporales y para las empresas pertenecientes a los mismos grupos emisores. El gráfico 3.2 muestra una correlación negativa entre la variación del saldo de financiación con valores de renta fija y el saldo de crédito bancario entre septiembre de 2020 y septiembre de 2021¹⁰ para las empresas emisoras, que, como se ha mencionado, son, en su mayoría, grandes compañías. El análisis de regresión muestra que esta relación es, además, estadísticamente significativa a un nivel de significatividad del 1 %, lo que respaldaría la existencia de un efecto de sustitución de la financiación bancaria por financiación mediante valores de renta fija.

Factores de oferta

El análisis realizado en la sección anterior pone de manifiesto que la debilidad observada en el crédito podría explicarse, al menos en parte, por factores de demanda. La evolución más dinámica del crédito en los sectores más afectados por

¹⁰ La variación de estos saldos se expresa en logaritmos, para lo que se toma el logaritmo neperiano del valor absoluto de la diferencia en el saldo entre las dos fechas en millones de euros y se multiplica posteriormente por el signo de la variación.

la pandemia y en las pymes, que serían, en principio, los grupos que representarían un riesgo más elevado para las entidades de crédito y, por lo tanto, más susceptibles de experimentar restricciones en el acceso a la financiación¹¹, sería coherente con un menor papel de los factores de oferta en la debilidad del crédito. En cualquier caso, en esta sección se analiza con detalle si la falta de dinamismo del crédito bancario a sociedades no financieras también podría explicarse por algunos determinantes de oferta.

Como muestran Arce *et al.* (2018), los bancos menos capitalizados que se vieron más afectados por los tipos de interés negativos fueron los que restringieron en mayor medida la oferta de crédito durante el período 2016-2019 a empresas más arriesgadas, cuyo crédito llevaría asociadas unas mayores ponderaciones por riesgo. Según esta evidencia, se analiza si tras el impacto de la crisis sanitaria las entidades de crédito peor capitalizadas han restringido en mayor medida el crédito concedido a las pymes que operan en sectores muy afectados por la pandemia, cuyo riesgo de impago sería, en promedio, superior al de otros sectores menos afectados.

En concreto, el gráfico 4.1 relaciona la variación interanual de crédito en el tercer trimestre de 2021¹² con las ratios de capital CET 1 de las entidades de crédito en febrero de 2020, inmediatamente antes del inicio de la pandemia. No se observa que las entidades de crédito que partían de unas ratios de capital inferiores, y que por tanto podían estar *a priori* más condicionadas por el riesgo de las nuevas operaciones, hayan reducido el saldo de crédito a las pymes de los sectores muy afectados en mayor medida que los bancos que contaban con ratios de capital superiores.

Con el fin de complementar la evidencia anterior, se realizan varios análisis de regresión, en los que se evalúa cómo ha variado el crédito concedido por las entidades de crédito españolas a las empresas que operan en los sectores más afectados por la pandemia entre septiembre de 2020 y septiembre de 2021 en función de sus ratios de capital y de sus colchones de capital (entendidos como la distancia de esta ratio respecto a los requerimientos micro- y macroprudenciales de capital CET 1 para cada entidad de crédito) en febrero de 2020. La variable dependiente utilizada en este análisis es la variación del saldo de crédito de una empresa en un determinado banco entre septiembre de 2020 y septiembre de 2021. La variable explicativa de interés es la ratio de capital o el colchón de capital, según la especificación, de un determinado banco inmediatamente antes del inicio de la pandemia¹³.

11 Diferentes estudios han encontrado que las pymes suelen tener mayor dificultad de acceso a la financiación bancaria, mientras que los sectores más afectados por una crisis suelen afrontar un mayor endurecimiento en sus condiciones de financiación. Véanse, por ejemplo, Kuntchev *et al.* (2013) y Berg y Schrader (2012).

12 Se ha realizado el mismo análisis con un período temporal más reducido (septiembre de 2021 y junio de 2021), con resultados similares.

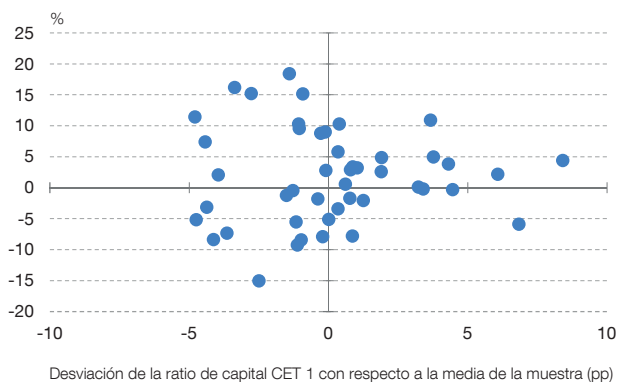
13 Además, se utilizan una serie de controles que capturan diversas características de los bancos (tamaño, rentabilidad y riesgo) y se utilizan efectos fijos a nivel de empresa para controlar por la demanda de crédito, como en Khwaja y Mian (2008).

Gráfico 4

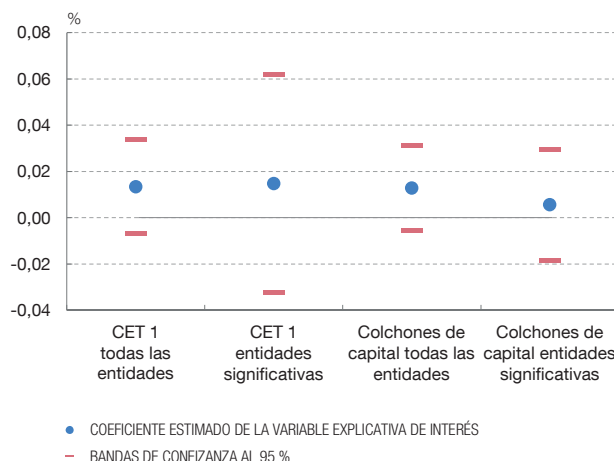
NO SE OBSERVAN DIFERENCIAS EN LA OFERTA DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS DE LOS SECTORES MÁS AFECTADOS POR LA PANDEMIA EN FUNCIÓN DEL NIVEL DE CAPITAL DE LOS BANCOS

Independiente de si se utiliza la ratio o los colchones de capital, y de si se consideran las instituciones significativas o el universo de las entidades de crédito que operan en España, se observa que los bancos que presentaban menores niveles de solvencia no han restringido el crédito a las empresas en sectores más afectados en mayor medida de lo que lo han hecho aquellos que partían de un nivel superior de solvencia.

1 RATIOS DE CAPITAL CET 1 Y VARIACIÓN DEL CRÉDITO A PYMES ENTRE SEPTIEMBRE DE 2020 Y SEPTIEMBRE DE 2021 EN SECTORES MUY AFECTADOS (a) (b)



2 VARIACIÓN DE LA OFERTA DE CRÉDITO A PYMES ENTRE SEPTIEMBRE DE 2020 Y SEPTIEMBRE DE 2021 EN SECTORES MUY AFECTADOS (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Cada punto azul en el gráfico representa una entidad de crédito.
- b Los sectores muy afectados son aquellos cuyas ventas cayeron más de un 15 % en 2020.
- c La variable explicativa de interés es la ratio o el colchón de capital, según la especificación, de un determinado banco inmediatamente antes del inicio de la pandemia. Además, se utilizan una serie de controles que capturan diversas características de los bancos (tamaño, rentabilidad y riesgo) y se utilizan efectos fijos a nivel de empresa para controlar por la demanda de crédito.



Con el fin de realizar un análisis lo más robusto posible, se utilizan distintas muestras de bancos, como se describe en el gráfico 4.2, que contiene las estimaciones de los coeficientes correspondientes a la variable de interés (y sus bandas de confianza al 95 %). Estos coeficientes aproximan el efecto que la mayor o menor holgura de capital de las entidades tiene sobre su oferta de crédito. Independiente de si se utiliza la ratio de capital o los colchones de capital, y de si se consideran las instituciones significativas o el universo de las entidades de crédito que operan en España, se observa que los bancos que presentaban menores niveles de solvencia no han restringido el crédito a las empresas en sectores más afectados por la crisis del COVID-19 en mayor medida que aquellos que partían de un nivel superior de solvencia.

Por tanto, estos resultados parecen indicar que los factores vinculados con la disponibilidad de capital no han desempeñado un papel importante para explicar la debilidad del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras entre septiembre de 2020 y septiembre de 2021.

15.3.2022.

BIBLIOGRAFÍA

- Arce, Ó., M. García-Posada, S. Mayordomo y S. Ongena (2018). *Adapting lending policies in a negative-for-long scenario*, Documentos de Trabajo, n.º 1832, Banco de España.
- Arce, Ó., S. Mayordomo y R. Gimeno (2021). «Making room for the needy: the credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE», *Review of Finance*, 25, pp. 43-84.
- Berg, G., y J. Schrader (2012). «Access to credit, natural disasters, and relationship lending», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 21, n.º 4, octubre, pp. 549-568.
- Khwaja, A., y A. Mian (2008). «Tracing the impact of Bank liquidity shocks: evidence from an emerging market», *American Economic Review*, 98(4), pp. 1413-1442.
- Kuntchev, V., R. Ramalho, J. Rodríguez-Meza y J. Yang (2013). *What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?*, Policy Research Working Paper 6670, The World Bank.
- Menéndez Pujadas, Á. (2021). «Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del Banco Central Europeo», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Menéndez Pujadas, Á., y M. Mulino (2021). «La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2020 y 2021 según la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Menéndez Pujadas, Á., y M. Mulino (2022). «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2022», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.