

Este artículo ha sido elaborado por Clara Isabel González Martínez, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

A raíz de la crisis financiera, la importancia del crédito bancario en la financiación del sector privado de las principales economías desarrolladas se ha reducido. En la literatura económica existen todavía cuestiones abiertas en relación con el papel del crédito a lo largo del ciclo económico. En cualquier caso, diversos autores concluyen que, aunque el restablecimiento del crédito bancario tras un período de recesión no es una condición necesaria para la recuperación, la ausencia de crédito puede restarle intensidad². De hecho, la crisis actual ha mostrado que el crédito bancario tiene fuertes implicaciones sobre la severidad de las recesiones y la posterior recuperación.

El menor dinamismo del crédito bancario ha tenido consecuencias distintas para los agentes. Así, en el caso de las empresas ha coincidido con un proceso de desintermediación, de forma que se ha incrementado su acceso a los mercados de capitales como fuente de financiación alternativa³. Sin embargo, esta vía no es de fácil acceso para los hogares o para las pequeñas y medianas empresas (pymes), cuya financiación externa sigue dependiendo mayoritariamente de los bancos.

Este trabajo analiza la evolución del crédito bancario a hogares y a empresas en Estados Unidos y Reino Unido, las economías que primero se vieron afectadas por la crisis financiera. El peso de los préstamos bancarios en la financiación del sector corporativo es distinto en cada una de ellas y se han puesto en marcha diferentes medidas para responder al retroceso del crédito al sector privado. En ambos países, los préstamos destinados a las empresas se redujeron tanto por el endurecimiento de las condiciones aplicadas como por la contracción de la demanda que supuso el deterioro de la actividad. Las dificultades de financiación de las pymes, en particular, llevaron a diseñar programas de medidas orientados a facilitar su acceso al crédito. Así, en Estados Unidos se aprobó en 2010 un programa de apoyo a las entidades financieras de menor tamaño especializadas en la concesión de crédito a las pequeñas empresas; por su parte, en Reino Unido ha habido varias iniciativas, entre ellas el programa *Funding for Lending Scheme* de 2012.

En el resto del artículo se repasa brevemente la evolución reciente del crédito bancario en ambos países, para a continuación describir de modo detallado la problemática en cada país y las principales medidas puestas en marcha. Por último, se concluye prestando especial atención a los retos pendientes.

Evolución reciente del crédito bancario

La crisis financiera llevó a una contracción generalizada del crédito bancario en las principales economías avanzadas. A finales de 2007 el volumen de préstamos concedidos por los bancos crecía a tasas en torno al 9 % interanual en Estados Unidos y superaba el 13 %

1 La autora agradece la colaboración técnica de Emilio Muñoz de la Peña.

2 En este sentido, existen numerosos trabajos acerca de los determinantes e implicaciones de las recuperaciones económicas sin expansión del crédito bancario o *creditless recoveries*. Véase, por ejemplo, Abiad *et al.* (2011).

3 Existen otras fuentes alternativas a la financiación bancaria y a través de los mercados de capitales que se han desarrollado también tras la crisis, como el crédito comercial.

	Promedios anuales							2014								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
Crédito bancario	8,6	5,6	-3,5	-5,3	-0,1	4,1	2,3	1,1	1,8	2,5	2,8	3,6	4,3	5,3	6,0	6,4
Tenencia de títulos de crédito (b)	4,0	0,8	2,7	6,6	3,9	6,6	1,6	-1,7	-0,9	0,1	0,4	1,5	2,7	4,7	5,4	6,7
Préstamos (c)	10,0	6,9	-5,1	-8,8	-1,4	3,2	2,6	2,2	2,8	3,5	3,8	4,4	5,0	5,5	6,3	6,3
Préstamos comerciales e industriales	14,7	17,4	-6,5	-16,0	3,3	11,2	9,0	6,9	8,9	9,4	10,0	10,5	10,4	10,9	11,8	12,1
Préstamos adquisición de vivienda (d)	8,6	-3,5	-8,8	-7,0	-1,4	2,0	-1,1	-4,0	-3,7	-3,4	-3,4	-2,8	-2,1	-1,4	-0,2	0,0
Préstamos hipotecarios no residenciales	10,1	8,4	-0,4	-8,1	-7,8	-3,2	2,2	4,9	5,7	6,0	6,3	6,4	6,8	6,9	6,9	6,8
Préstamos para consumo (e)	5,8	6,2	0,6	-6,9	-4,2	0,4	2,6	3,7	3,7	3,7	4,1	4,3	4,4	5,2	5,2	5,4

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas «H8. Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States» de la Reserva Federal.

- a El H8 proporciona un balance agregado estimado semanalmente para todos los bancos comerciales de Estados Unidos. También incluye agregados para determinados grupos bancarios: Bancos comerciales nacionales, Grandes bancos comerciales nacionales, Pequeños bancos comerciales nacionales y Bancos extranjeros en Estados Unidos. El H8 se basa prioritariamente en los datos reportados semanalmente por una muestra de aproximadamente 875 bancos e instituciones extranjeras.
- b En Estados Unidos las cifras de crédito incluyen la financiación bancaria al sector público, tanto a través de créditos concedidos como en la tenencia de valores.
- c Otras partidas que forman parte del crédito total son «Revolving home equity loans», «Fed Funds and reverse repos with non banks» y «Other loans and leases».
- d La tasa de crecimiento del agregado «Préstamos hipotecarios residenciales. *Break adjusted*» no se encuentra disponible. Se presenta tasa de su componente principal.
- e El crédito para consumo incluye el correspondiente a tarjetas de crédito, préstamos para coches y préstamos a estudiantes.

en Reino Unido. Desde mediados de 2008, el crédito se desaceleró fuertemente en ambos países, hasta alcanzar tasas negativas, con distinta intensidad. En Estados Unidos, el crédito llegó a contraerse un -7,7% interanual en octubre de 2009, aunque se recuperó más rápidamente y con mayor intensidad. Por su parte, en Reino Unido el crédito registró tasas negativas desde mediados de 2009, en el entorno del -1% interanual, manteniendo una atonía continuada hasta mediados de 2013. Desde principios de 2014 se ha observado un mayor dinamismo tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, aunque de nuevo la intensidad es distinta: mientras que en Estados Unidos el crédito ha alcanzado tasas de crecimiento del 6% interanual, en Reino Unido se mantiene en ritmos del 1,6% (véanse cuadro 1 y cuadro 2, respectivamente).

La diferente evolución del crédito bancario en ambos países refleja un comportamiento desigual por componentes. A finales de 2009 y principios de 2010, tanto los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos como los correspondientes a sociedades no financieras (SNF) en Reino Unido tenían contribuciones negativas a la evolución del crédito total, mientras que el crédito destinado a la adquisición de vivienda se comportó de forma dispar (en Reino Unido, por ejemplo, no se han observado tasas negativas por este concepto en ningún momento). Ello ha llevado a que la reducción del endeudamiento del sector privado no financiero se haya producido con diferente ritmo y composición en los dos países. Mientras que en Estados Unidos la deuda se redujo en 20 puntos porcentuales (pp) sobre el PIB hasta finales de 2012, desde un máximo del 180,3% del PIB, debido fundamentalmente al descenso en el endeudamiento de los hogares (con 16,6 pp), en Reino Unido la corrección ha sido similar en hogares y en empresas, y, en conjunto, ha descendido 17 pp, desde un máximo del 220,2% del PIB⁴.

En los últimos meses, todas las partidas han vuelto a tasas de crecimiento positivas en Estados Unidos. El volumen total de préstamos ha aumentado de forma significativa desde

4 Véase Garrote *et al.* (2013).

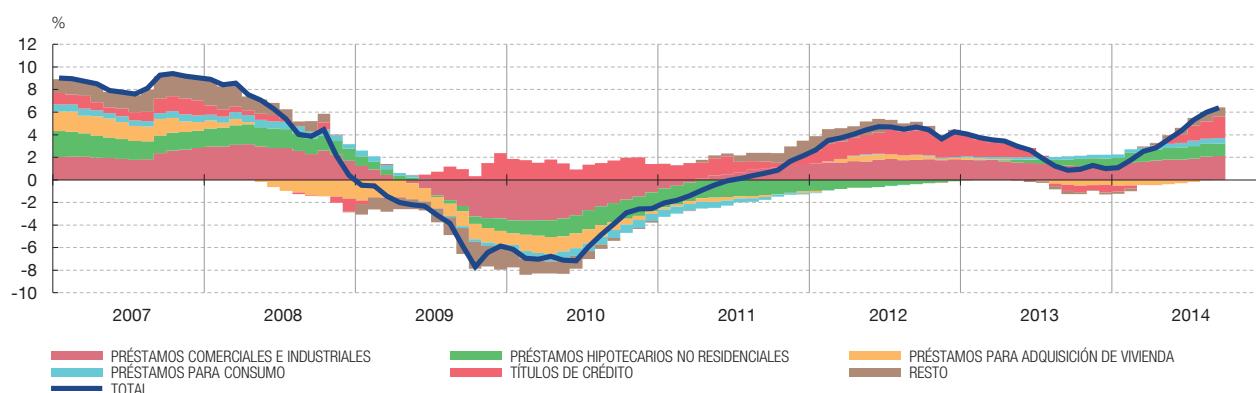
	Promedios anuales								2014								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	
Financiación de sociedades no financieras y hogares e ISFLSH (a)	12,0	7,7	0,8	-0,5	-0,2	-0,2	0,3	0,8	0,7	0,8	1,0	1,6	1,6	1,7	1,6	1,5	
Hogares e ISFLSH	10,1	6,6	1,3	0,5	0,5	0,7	1,0	1,4	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	
Crédito para vivienda (b)	11,1	6,9	1,4	0,9	0,7	0,9	0,7	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	
Crédito para consumo y otros fines (c)	4,9	5,1	0,8	-1,8	-0,8	-0,3	3,6	5,0	5,1	5,4	5,5	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	
Sociedades no financieras (d)	17,9	11,0	-0,6	-3,7	-2,2	-3,2	-2,1	-1,4	-2,2	-2,3	-1,6	0,5	0,0	0,0	-0,5	-1,2	

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de «Lending to individuals» y «M4 Lending» del Banco de Inglaterra.

- a El crédito al sector privado no financiero excluye el sector público.
- b El crédito a los hogares se refiere a los préstamos concedidos por las MFI y otros prestamistas, clasificados según su tipo de garantía (vivienda incluye todo el crédito hipotecario, independientemente de su finalidad). No incluye titulización.
- c No incluye los préstamos a estudiantes proporcionados por el Gobierno.
- d El crédito a sociedades no financieras incluye préstamos y tenencias de títulos. No incluye titulización.

ESTADOS UNIDOS: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO

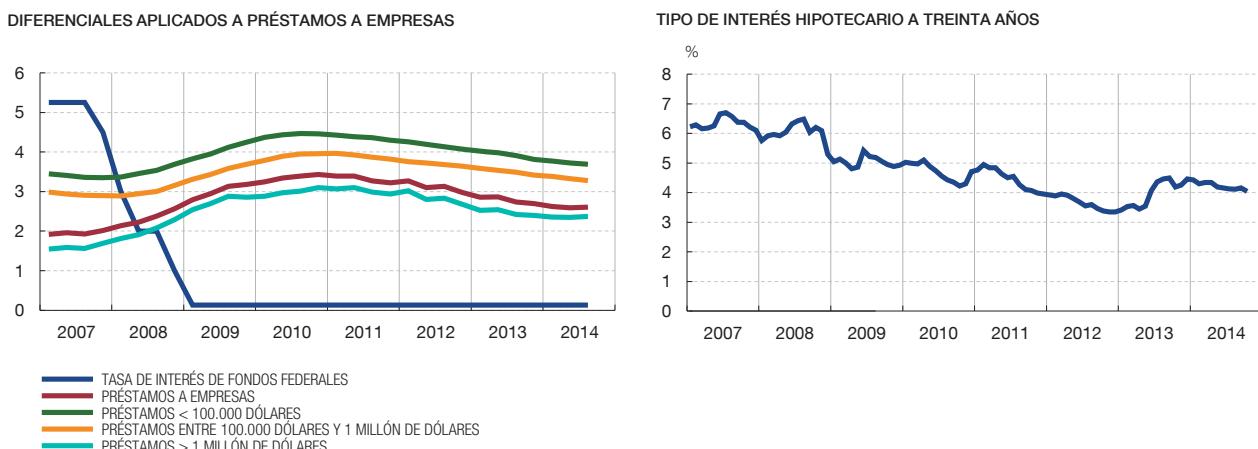
GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas «H8. Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States» de la Reserva Federal.

enero de 2014, alcanzando el 6,4 % en tasa interanual en septiembre. Esta mejoría ha sido más destacada en los préstamos comerciales e industriales, que tienen la mayor contribución, con crecimientos interanuales superiores al 10 % (véase gráfico 1). Al mismo tiempo, se ha producido un descenso de los diferenciales aplicados a los préstamos a empresas, independientemente de su tamaño (véase panel izquierdo del gráfico 2). Además, en el caso de Estados Unidos la tenencia de títulos de renta fija por parte de las entidades bancarias está incluida en las cifras de crédito, y desde 2008 una parte del crecimiento de este agregado ha venido de la mano de una mayor tenencia de estos títulos⁵. Por otra parte, los préstamos a hogares también han contribuido al crecimiento de la financiación al sector privado. Así, en septiembre, por primera vez, dejaron de observarse caídas en el crédito destinado a la adquisición de vivienda, y el crédito para consumo crece a tasas del 5,4 % interanual. El tipo de interés hipotecario a treinta años se ha mantenido estable en los últimos meses (véase el panel derecho del gráfico 2), descendiendo de modo progresivo desde mediados de 2013; en aquel momento experimentó un repunte temporal, al anunciar la Reserva Federal que estaba empezando a considerar el inicio de una reducción gradual de su programa de compras de bonos y MBS.

5 En Estados Unidos las cifras de crédito incluyen la financiación bancaria al sector público, tanto a través de créditos concedidos como en la tenencia de valores.



FUENTES: Reserva Federal —«E.2 Survey of Terms of Business Lending» (media de los últimos cuatro trimestres) — y Freddie Mac.

En una perspectiva más cualitativa, desde mediados del año 2012 las entidades han relajado sus estándares de crédito de forma continuada tanto a hogares como a empresas, según recoge la encuesta realizada por la Reserva Federal (*Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*) (véanse paneles superior e inferior izquierdos del gráfico 3). Esta relajación se pone de manifiesto en las condiciones aplicadas tanto a las grandes como a las pequeñas empresas, tras el considerable endurecimiento que registraron durante la crisis financiera. Al mismo tiempo, la demanda ha seguido aumentando en los últimos trimestres, si bien con cierta variabilidad en el caso de las empresas.

Por su parte, en *Reino Unido* el crédito bancario empezó a mostrar cierto dinamismo a mediados de 2013 después de presentar tasas negativas y cercanas a cero a lo largo de los tres años anteriores. Según los últimos datos disponibles, el crédito creció un 1,5 % interanual en septiembre. La mejoría de los últimos cuatro meses ha coincidido con un aumento del crédito a la vivienda (1,8 % i.a. en septiembre) y con una menor contribución negativa del crédito a SNF. El gráfico 4 muestra que el crédito a la vivienda fue el componente que más contribuyó al avance del crédito durante el período previo a la crisis. Además, en los últimos años, pese a crecer a tasas menores, siempre ha tenido aportaciones positivas importantes. Los tipos de interés aplicados a nuevos créditos hipotecarios⁶ experimentaron descensos continuados desde mediados de 2012, ligados a los efectos del programa *Funding for Lending Scheme* (FLS)⁷. Sin embargo, han repuntado desde principios de 2014, especialmente los tipos fijos (véase panel derecho del gráfico 5), coincidiendo con la exclusión de este tipo de préstamos del FLS.

El crédito a empresas sigue sin recuperarse en *Reino Unido*, aunque cae a tasas menores. Su comportamiento difiere por sectores: mientras que la financiación al sector inmobiliario, que supone un tercio del total, continúa descendiendo a ritmos del -7 %, el resto de actividades registra tasas positivas. En cuanto a los tipos de interés, existen diferencias en los tipos variables aplicados a empresas, siendo superiores los aplicados a pymes,

6 En *Reino Unido*, alrededor del 30 % del saldo vivo de hipotecas está referenciado a tipo fijo. Sin embargo, aunque predominan las hipotecas a tipo variable, es habitual que la contratación inicial se realice a tipo fijo durante un período inicial de dos años y, pasado ese tiempo, se revise cambiando a un tipo variable. Este tipo suele ser el denominado *Standard Variable Rate*, que está determinado por el prestamista, pudiendo existir topes máximos y mínimos en función, por ejemplo, de la diferencia con el tipo de intervención del Banco de Inglaterra. Esta modalidad de hipoteca es la más extendida en las hipotecas británicas.

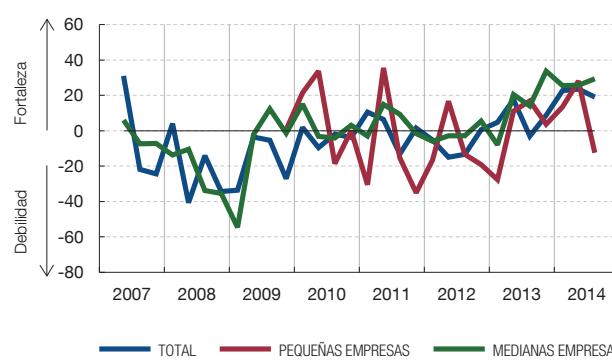
7 Véase el recuadro 1 para sus principales características.



ESTADOS UNIDOS: DEMANDA DE CRÉDITO



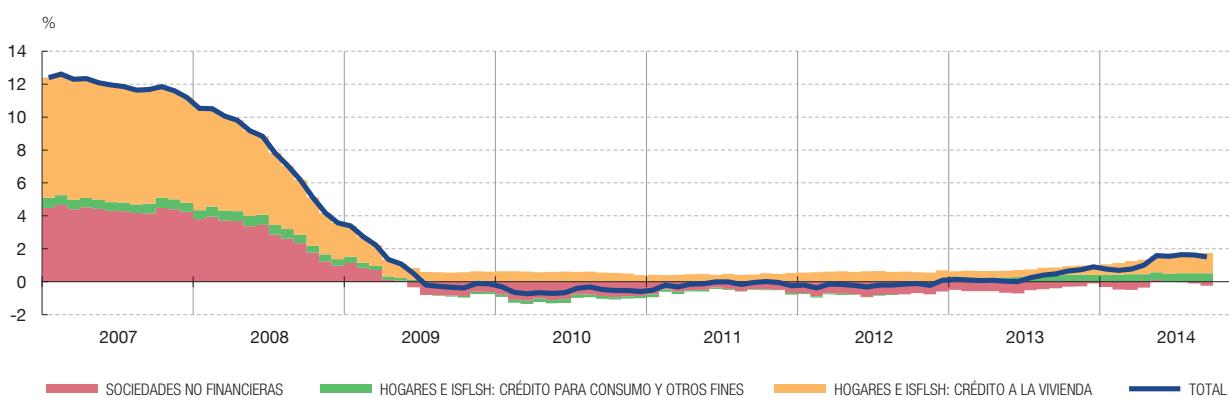
REINO UNIDO: DEMANDA DE CRÉDITO



FUENTES: Reserva Federal y Banco de Inglaterra (las series de Reino Unido se han invertido, por ser opuesta su metodología de elaboración).

REINO UNIDO: CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

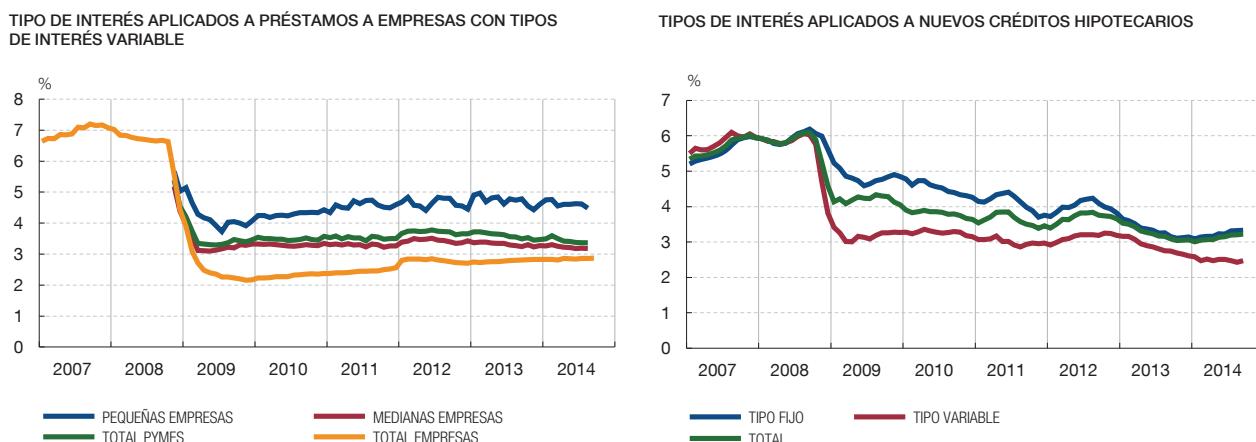
GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas «Lending to individuals» y «M4 Lending» del Banco de Inglaterra.

especialmente las de menor tamaño, que se encuentran por encima de los aplicados a finales de 2009 (véase panel izquierdo del gráfico 5).

La encuesta de condiciones de crédito realizada por el Banco de Inglaterra a las entidades (*Credit Conditions Survey*) muestra cómo en los últimos ocho trimestres la disponibilidad de crédito a los hogares ha presentado una mejoría continuada, siendo la puesta en marcha del programa FLS uno de los factores que ha incidido en ello. Esta tendencia parece haberse



FUENTE: Banco de Inglaterra.

interrumpido en el último trimestre, reflejando el cambio en el apetito por el riesgo y las peores expectativas sobre los precios de la vivienda, así como factores de carácter más regulatorio destinados a proteger a los prestatarios más vulnerables, como la implementación de las medidas dentro del *Mortgage Market Review*⁸ y las recomendaciones del Comité de Política Financiera anunciadas antes del verano⁹. En este último trimestre ha destacado también la menor disponibilidad a prestar a elevadas ratios préstamo-valor (*Loan to Value*), por primera vez desde que se incluyó esta pregunta en 2013, mientras que la demanda de crédito para la compra de vivienda ha disminuido de forma significativa, cambiando la tendencia iniciada en 2012. En el caso de los préstamos a empresas, en los últimos dos años las entidades han relajado los estándares aplicados y la demanda ha aumentado de forma generalizada (véase panel derecho del gráfico 3), en parte por la mejora en las perspectivas económicas¹⁰. Sin embargo, en el último trimestre se produjo la disminución de la demanda de las pequeñas empresas por primera vez desde mediados de 2012.

Como se acaba de comentar, el endurecimiento de las condiciones de crédito durante la crisis, junto con la contracción de la demanda, supuso la reducción del crédito bancario tanto en Estados Unidos como en Reino Unido, especialmente en el caso de empresas. Este ajuste ha sido afrontado en cada uno de los dos países mediante la puesta en marcha de diferentes programas con el objetivo de incentivar el crédito, prestando especial atención a las pymes.

Estados Unidos

Como consecuencia de la crisis financiera, el crédito bancario se redujo de forma considerable en Estados Unidos entre 2008 y 2010. Tanto el crédito para la adquisición de vivienda como los préstamos a empresas comerciales e industriales registraron un importante

- 8 La introducción del *Mortgage Market Review* a finales de abril supone un nuevo marco regulatorio que exige a las entidades bancarias la aplicación de unos requisitos más estrictos para la evaluación de la capacidad de pago de los posibles prestatarios a través de la realización de pruebas de estrés.
- 9 En junio de 2014, con el fin de limitar los riesgos macroprudenciales asociados a un excesivo endeudamiento de los hogares, el Comité de Política Financiera recomendó que las entidades limitaran los préstamos hipotecarios con una ratio deuda-ingresos igual o superior a 4,5 a un porcentaje del total que no supere el 15 %. También recomendó la realización de pruebas de estrés a los posibles prestatarios para estudiar si pueden hacer frente a subidas de tipos de interés (de al menos 3 pp) durante los cinco primeros años de la vida del préstamo. Esta exigencia ya se contemplaba en el *Mortgage Market Review* [véase Banco de España (2014)].
- 10 En el caso de las grandes empresas, según la encuesta realizada por Deloitte a sus directores financieros, las condiciones de financiación continúan mejorando y reflejan que se estaría produciendo la mejor disponibilidad en los últimos siete años.

ajuste. Las dificultades de acceso al crédito en ambos casos centraron la atención de las autoridades, que pusieron en marcha varios programas de ayuda, con el objetivo, por un lado, de apoyar al sector de la vivienda (facilitando el acceso al crédito hipotecario y evitando ejecuciones de hipotecas) y, por otro, de promover el crédito a las pymes a través de un programa de refuerzo del capital de las entidades financieras de pequeño tamaño.

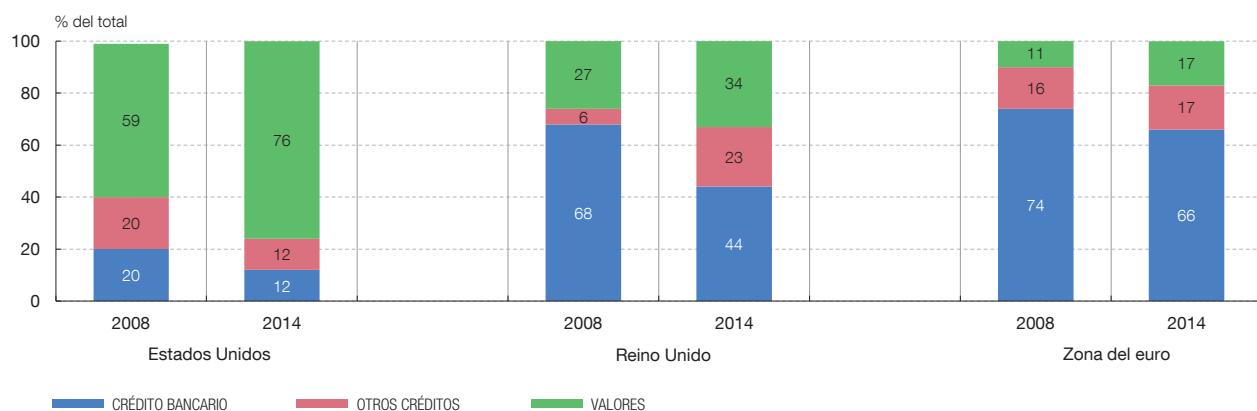
Dentro de los préstamos a hogares, los destinados a la adquisición de vivienda habían crecido considerablemente desde los inicios de los años ochenta, impulsados por unas favorables condiciones de acceso y por la garantía pública que otorgaban a gran parte del crédito hipotecario las agencias patrocinadas por el Gobierno (*Government Sponsored Enterprises, GSE*) *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. El saldo vivo del crédito hipotecario residencial alcanzó cifras equivalentes al 79,3 % del PIB a finales de 2007, frente al 45 % quince años antes¹¹. A partir de 2007, el severo ajuste del mercado hipotecario residencial y el vuelco en la valoración de instrumentos y activos vinculados a estos créditos llevaron a un debilitamiento de los balances de las entidades financieras y al endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito y de los tipos de interés aplicados¹². El aumento de la morosidad y el deterioro de las GSE, y las titulizaciones garantizadas por ellas, llevaron a que en 2008 se pusiera en marcha un amplio programa de apoyo al sector de la vivienda, cuyas medidas se pueden agrupar en dos bloques. Por un lado, un grupo de medidas orientadas a facilitar el acceso al crédito hipotecario y la compra de viviendas a través de: i) una mayor concesión de financiación a menor coste por parte de *Fannie Mae* y *Freddie Mac*; ii) la compra de activos respaldados por hipotecas (MBS) por parte del Tesoro y de la Reserva Federal, y iii) la reactivación de créditos fiscales para la adquisición de vivienda. El segundo grupo de medidas se dirigía a prevenir ejecuciones de hipotecas a través del programa de modificación de hipotecas en dificultades, del programa de refinanciación de hipotecas y de medidas para estabilizar áreas especialmente afectadas.

El crédito para consumo, que se contrajo de forma considerable durante la crisis financiera, retornó a tasas positivas a mediados de 2012 y ha aumentado de forma continuada desde entonces, creciendo en la actualidad por encima del 5 % interanual. Dentro de esta partida se encuentran varias categorías, como las tarjetas de crédito, los préstamos para coches y los préstamos a estudiantes, con evoluciones diferentes entre ellos. El crédito asociado a tarjetas de crédito, que experimentó un incremento importante en 2008, descendió con posterioridad y su saldo se sitúa todavía por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Sin embargo, los préstamos a estudiantes han crecido de forma considerable, hasta tres veces más rápido que otro tipo de financiación, como los préstamos para compra de automóviles, de carácter más procíclico¹³. El rápido aumento de la financiación para estudios refleja tanto una mayor demanda como el aumento de los costes asociados para cursarlos, y se ha producido a pesar de que las tasas de mora a más de noventa días están creciendo a un ritmo tres veces superior a la mora hipotecaria. Durante la crisis se ha producido la vuelta a los estudios de gran número de trabajadores, para obtener una mejor cualificación que les permita acceder en mejores condiciones al mercado laboral. Aunque estos préstamos no suponen una proporción elevada de las carteras de las entidades, su evolución reciente y las consecuencias que pueden tener en la capacidad de gasto de los jóvenes —condicionando su acceso a la vivienda o su capacidad para iniciar una empresa— generan preocupación. También preocupa el hecho de que este tipo de deuda esté

11 Cuadro *et al.* (2010) detallan la evolución del mercado hipotecario residencial durante la crisis en Estados Unidos.

12 El diferencial entre el tipo fijo hipotecario a treinta años y el tipo objetivo de la Reserva Federal subió 4,3 pp entre enero y noviembre de 2008.

13 Véase Davis (2014).



FUENTE: *Global Financial Stability Report*, octubre de 2014 (FMI).

aumentando entre los grupos de más edad¹⁴, pues, al ser financiación de largo plazo que generalmente no puede ser cancelada en un proceso de bancarrota, tal vez conlleve dificultades económicas durante la jubilación.

Aunque el crédito a las empresas tiene un papel determinante en la evolución del crédito total en Estados Unidos, el peso de la financiación bancaria en la financiación corporativa es muy reducido: solo un 12 %, frente al 44 % en Reino Unido o al 66 % en la zona del euro (véase gráfico 6). Las empresas acuden generalmente a los mercados de capitales para obtener financiación, si bien las de menor tamaño tienen una menor posibilidad de acceso a esos mercados, por lo que suelen tener una mayor dependencia de los bancos.

En Estados Unidos, las pequeñas empresas, definidas como aquellas con menos de 500 empleados¹⁵, suponen el 99 % del total de empresas y el 50 % del empleo privado, y contribuyen a alrededor del 50 % del PIB no agrícola¹⁶. Alrededor de tres cuartas partes de la financiación de las empresas de menor antigüedad provienen de préstamos bancarios, tarjetas de crédito y líneas de crédito¹⁷. Tras el fuerte endurecimiento de las condiciones de crédito entre 2008 y 2009, los tipos de interés aplicados a los créditos a estas empresas se han venido reduciendo de forma gradual, si bien todavía se encuentran en niveles superiores a los anteriores a la crisis (véase panel izquierdo del gráfico 3). Asimismo, las tasas de aprobación de préstamos a pequeñas empresas están aumentando entre entidades¹⁸ y el crédito bancario dirigido a ellas, aproximado por las operaciones de cuantía inferior a 1 millón de dólares, se está recuperando, tras el descenso observado entre 2008 y 2012, aunque se encuentra todavía en cifras inferiores a las anteriores a la crisis. Las encuestas realizadas a las entidades bancarias señalan la baja actividad empresarial y la escasez de demanda de financiación como uno de los principales determinantes de esta evolución. No obstante, las encuestas realizadas a empresas apuntan a las restricciones

14 El número de personas de mayores de 50 años con este tipo de deuda aumentó un 130 %, al pasar de 3 millones en 2005 a 6,9 millones en 2012. Véase GAO (2014) para más detalle sobre la incidencia de los préstamos a estudiantes entre mayores.

15 En el caso europeo, se considera empresa pequeña si tiene menos de 50 empleados y un volumen de negocio inferior a 10 millones de euros, y mediana, aquella con menos de 250 empleados y un volumen de negocio inferior a 50 millones de euros.

16 Véanse Grover y Suominen (2014) y Small Business Finance Office of Advocacy para más detalles de las características particulares de las pequeñas empresas en Estados Unidos.

17 SBA (2014).

18 Véase SBA (2014) para más detalles sobre la financiación de las pequeñas empresas.

de la oferta como un factor de creciente importancia (el porcentaje de empresas que consideraban difícil conseguir crédito en los siguientes doce meses ha pasado del 13 % en el segundo trimestre de 2007 al 36 % en el segundo trimestre de 2013, según una encuesta realizada por *Wells Fargo* y su índice *Gallup Small Business*). El aumento del porcentaje de préstamos con colateral y la pérdida de valor de las propiedades comerciales e industriales suponen dificultades adicionales para cumplir con los requisitos, más estrictos, que imponen las entidades.

La evolución del crédito bancario a las pymes también puede reflejar una tendencia de más largo plazo, relacionada con el modelo de negocio de las entidades, como muestra el hecho de que el peso de los préstamos a pequeñas empresas haya reducido su peso en el balance agregado de los bancos. La proporción de préstamos no agrícolas y no residenciales de menos de 1 millón de dólares ha descendido de forma continuada, desde el 49 % en 1999 hasta el 26 % a mediados de 2014. En ese período se ha producido un proceso de consolidación de la industria bancaria, al reducirse el número de bancos pequeños, que son los más proclives a prestar a las empresas de menor tamaño. Además, la mayor competencia en el sector bancario ha llevado a las entidades a orientarse hacia las actividades con mayores economías de escala, entre las cuales no se encuentra la financiación a pymes.

No obstante, a pesar del proceso de concentración bancaria, en Estados Unidos todavía existen numerosas entidades bancarias de pequeño tamaño que tienen un sesgo en su activo hacia los préstamos a pymes. Así, en 2009 este tipo de préstamos suponía el 27 % del total de la cartera para bancos con menos de 500 millones de dólares en activos, en comparación con el 5 % para los bancos más grandes (aquellos con más de 50 mm de dólares de activos)¹⁹. Un conjunto de entidades muy relevantes para la financiación a las pequeñas empresas son los denominados *community banks*, que se suelen identificar con aquellas entidades que tienen un volumen de activos inferior 1 mm de dólares, según FDIC²⁰. A pesar de que este grupo de entidades tiene menos del 11 % de los activos de la industria bancaria, proporciona cerca del 40 % de los préstamos a pequeños negocios. Se trata de un modelo de negocio bancario con especialización en el negocio local y basado en relaciones de largo plazo, siendo más relevante para aquellas empresas de reducido tamaño o con activos difíciles de valorar para su utilización como colateral y aquellas que no dispongan de estados financieros auditados.

Ante las dificultades de las pymes para acceder a la financiación, en 2010 se aprobó un plan especial, denominado *Jobs and Credit Act*, que incluía, entre otras medidas, la creación de un fondo de 30 mm de dólares²¹, denominado *Small Business Lending Fund*, destinado a proporcionar capital a entidades financieras con activos inferiores a los 10 mm de dólares, con el objetivo de promover el crédito a pequeñas empresas. El límite de financiación que cabía solicitar dependía de los activos ponderados por riesgo de la entidad²² y el coste se estableció en un 5 %, bonificado en función del incremento del crédito concedido a pequeñas empresas respecto a 2009. Desde su puesta en marcha hasta marzo de 2014, el 94 % de los participantes en este fondo incrementó sus préstamos a este grupo de empresas por encima del objetivo, y el 92 % lo hizo en un 10 % o más²³.

19 Corner y Bhaskar (2010).

20 Véase FDIC (2012) para un mayor detalle de las características de los *community banks*.

21 Este programa se estableció fuera del marco del TARP para evitar la estigmatización de las entidades que acudieran a él y así favorecer su utilización.

22 El límite de financiación que cabía solicitar por las entidades era del 5 % de su activo ponderado por riesgo si no excedían los 1 mm de dólares, y del 3 % si su activo se encontraba entre 1 mm de dólares y 10 mm de dólares.

23 Más detalles, en el sitio web: <http://www.treasury.gov/resource-center/sb-programs/Pages/Small-Business-Lending-Fund.aspx>.

Al mismo tiempo, la reducción en la financiación a través de los medios tradicionales ha obligado a las pymes a buscar fuentes alternativas. En Estados Unidos existe una mayor variedad de fuentes no bancarias; entre ellas, los *Private placement markets* (préstamos directos de un inversor institucional a una compañía a través de una transacción privada), el capital riesgo y *business angels* o las fórmulas de *crowdfunding*. A estas habría que añadir el desarrollo reciente de plataformas *on-line* que están empezando a proporcionar una variedad de instrumentos de financiación entre empresas, y en concreto a pymes²⁴.

Reino Unido

El crédito bancario en Reino Unido comenzó a desacelerarse a finales de 2007, registrando un fuerte ajuste posteriormente, hasta situarse en tasas negativas en 2009. El proceso de recuperación ha sido lento, para los préstamos tanto a hogares como a SNF. Esta debilidad ha reflejado tanto una mayor restricción en la oferta de crédito por parte de las entidades financieras como una debilidad de la demanda, ante los elevados niveles de endeudamiento e incertidumbre económica. En estas circunstancias, las autoridades británicas han adoptado diversos programas con el objetivo de apoyar el acceso a la financiación por parte de las pymes e incentivar a las entidades financieras a dar crédito a hogares y a empresas, como el *Funding for Lending Scheme* (FLS).

El crédito hipotecario a hogares pasó de crecer a tasas superiores al 11 % interanual, a mediados de 2007, a tasas inferiores al 1 % dos años más tarde, manteniéndose desde entonces en estos niveles. Hasta mediados de 2009, la disponibilidad de crédito se restringió de forma considerable y los diferenciales aplicados aumentaron. Según la encuesta de condiciones de crédito del Banco de Inglaterra, esta evolución vino determinada por la situación económica, así como por el menor apetito por el riesgo y las condiciones de financiación de las entidades. En cierta medida, el endurecimiento de las condiciones de crédito suponía una corrección respecto de los relajados estándares vigentes antes de la crisis. De hecho, desde 2009 los préstamos hipotecarios se han concentrado en mayor medida en aquellos con ratios préstamo-valor de la *garantía* (*Loan to Value*) inferiores al 85 %²⁵. No obstante, la disponibilidad para préstamos hipotecarios con ratios préstamo-valor elevados volvió aumentar a partir de 2012, gracias a la introducción de los programas FLS (véase recuadro 1) y *Help to Buy*²⁶, que han supuesto una relajación en las condiciones financieras de las nuevas hipotecas y un aumento en la concesión de hipotecas a elevados *Loan to Value*. Sin embargo, esta tendencia se ha frenado recientemente, tras una modificación de las condiciones del FLS, que ha excluido las hipotecas, y la aplicación de las medidas del *Mortgage Market Review*²⁷ en el proceso de concesión de préstamos hipotecarios. Por su parte, el crédito para consumo también se redujo de forma considerable durante la crisis, llegando a caer a tasas superiores al 2 %. Sin embargo, esta partida comenzó a crecer con fuerza a finales de 2012, situándose en septiembre en el 6 % interanual, aunque todavía por debajo de las cifras anteriores a la crisis.

24 Véase Grover y Suominen (2014) para un mayor detalle sobre el desarrollo de nuevas fuentes de financiación *on-line*.

25 Véase Bell y Young (2010).

26 Programa de ayudas a la compra de vivienda iniciado en abril de 2013, con dos tipos de ayudas: i) *Help to Buy equity loan*, consistente en un préstamo a los compradores de vivienda nueva por el 20 % del valor de la vivienda, que no devenga intereses los cinco primeros años, y ii) *Help to Buy mortgage guarantee*, que garantiza préstamos hipotecarios (tanto para vivienda nueva como de segunda mano) con *loan to value* hasta el 95 %, con garantía pública para el tramo entre el 80 % y el 95 %, y una franquicia del 5 %, del que se haría cargo la entidad en caso de impago.

27 El *Mortgage Market Review* fue puesto en marcha por la *Financial Conduct Authority* (FCA) con el fin de mejorar el funcionamiento del mercado hipotecario, que impone la realización de pruebas de estrés a los posibles prestatarios que muestren su capacidad de hacer frente a los pagos hipotecarios ante subidas de tipos de interés (al menos, 3 pp) en los siguientes cinco años. Además, se establece un límite del 15 % a la concesión de préstamos que conlleven una ratio préstamo-ingreso igual o superior a 4,5.

A lo largo de los últimos años, Reino Unido ha puesto en marcha diferentes medidas con el objetivo de fomentar el acceso a la financiación de las empresas, y en particular de las pequeñas y medianas empresas. En 2010, el Tesoro británico anunció una serie de medidas destinadas al apoyo a las pymes, centrándose en dos ámbitos. Por un lado, el refuerzo del capital de empresas de reciente creación y en sectores con perspectivas de crecimiento elevadas, a través de los programas *Business Angel co-investment Fund*, *Enterprise Capital Funds*, e inversión directa en fondos privados. Por otro, se crearon programas para empresas ya establecidas, con dificultades para recapitalizarse y para acceder a la financiación bancaria (*Business Growth Fund* y *Capital for Enterprise Fund*). Asimismo, se establecieron medidas dirigidas directamente a fomentar el crédito bancario mediante programas de garantías, como el denominado *Enterprise Finance Guarantee*.

A partir de 2010 se introdujeron medidas de mayor alcance, con un enfoque más destinado a las pymes. Un ejemplo es el denominado «proyecto Merlin», en 2011, que consistió en un acuerdo entre el Gobierno y los cuatro bancos británicos de mayor tamaño, por el que se comprometían a mejorar el flujo de crédito a empresas y a familias, a proporcionar al banco central información sobre préstamos, así como a publicar de forma detallada la remuneración de sus altos ejecutivos. El Banco de Inglaterra era el encargado de supervisar el programa y las entidades que se adhirieron fueron Barclays, HSBC, Lloyd's y Royal Bank of Scotland; el Banco Santander se adhirió en lo referente a financiación. Estas entidades se comprometían a proporcionar 190 mm de libras de nuevo crédito a empresas en el año 2011, de los cuales 76 mm de libras debían ir destinados a pymes (un 15 % más sobre el total prestado en 2010¹). El proyecto Merlin² dio lugar a préstamos por un total superior al objetivo (214,9 mm de libras en 2011), pero no en el caso de las pymes (74,9 mm de libras), que continuaron señalando que tenían dificultades para obtener préstamos.

En julio de 2012 se puso en marcha un nuevo programa, *Funding for Lending Scheme*, con el objetivo de incentivar a los bancos a otorgar créditos a hogares y a empresas no financieras a través de

1 Adicionalmente, las instituciones financieras tendrían que facilitar 1 mm de libras en concepto de capital riesgo en un plazo de tres años, destinados a pequeñas empresas en las regiones más afectadas por la crisis.

2 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/other/monetary/additionaldata.aspx>.

una reducción en sus costes de financiación. El programa comenzó en agosto de 2012, con revisión trimestral de su funcionamiento por parte de un comité del Tesoro y del Banco de Inglaterra. Durante los 18 meses iniciales del programa se permitió a los bancos conseguir financiación a bajo coste, intercambiando hasta el 5 % del balance de crédito no financiero (hipotecario y de empresas) de finales de junio 2012 —cerca de 80 mm de libras— por deuda pública (colateral swap con vencimiento a cuatro años). Además, cada crédito nuevo concedido entre finales de junio de 2012 y finales de 2013 era susceptible de intercambio por el importe total concedido. En caso de impago en los créditos intercambiados, el banco originario de dichos activos deberá asumir las pérdidas. El coste depende de la cantidad neta prestada: si el crédito concedido se mantiene o aumenta, el coste sería de un 0,25 % al año; pero, si el crédito se reduce, el coste se incrementa un 0,25 % adicional por cada 1 % de contracción, con un máximo del 1,5 %.

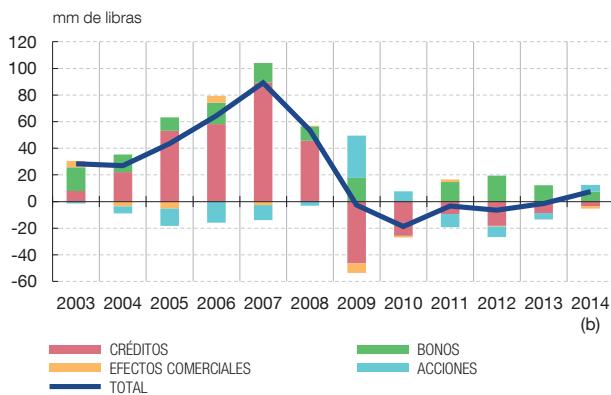
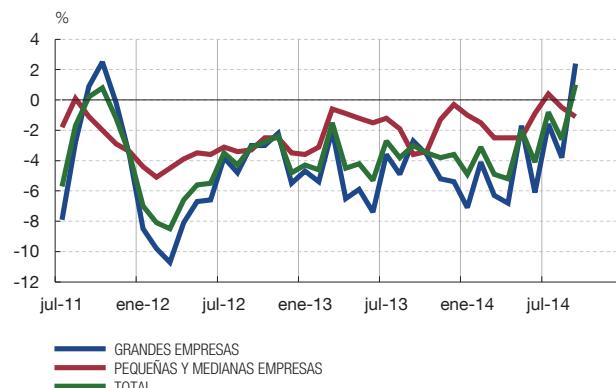
Según la Encuesta de Condiciones de Crédito del Banco de Inglaterra, el programa *Funding for Lending Scheme* fue ampliamente citado por las entidades bancarias como un factor importante en la reducción de los costes de financiación mayorista y de los tipos aplicados a los hogares, de forma que la disponibilidad de crédito mejoró de forma generalizada³. Aunque el programa tuvo impacto en los tipos aplicados a nuevos préstamos, no se reflejó en los tipos de préstamos a pymes. El programa tuvo un efecto positivo inicial en el volumen total de crédito concedido por las entidades asociadas, si bien después se redujo, presentando elevada heterogeneidad entre entidades. A finales de 2013 se anunció la extensión del programa, permitiendo a las entidades la obtención de fondos adicionales del programa, pero excluyendo el crédito hipotecario y centrándolo exclusivamente en la concesión de nuevo crédito a empresas en el período enero-diciembre de 2014⁴. El flujo de crédito concedido por las 36 entidades que participan en la extensión sigue siendo negativo en el segundo trimestre de 2014.

3 Las características del programa también incluían consideraciones en relación con el consumo de capital por parte de los créditos concedidos en el marco de aquel. Estas ventajas han sido señaladas por varios analistas como uno de los factores que explican el mayor uso del crédito hipotecario en este programa, en lugar del destinado a las empresas.

4 Banco de Inglaterra, «News Release - Bank of England and HM Treasury re-focus the Funding for Lending Scheme to support business lending in 2014», noviembre de 2013, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/177.aspx>.

La financiación a empresas ha registrado tasas negativas desde el inicio de la crisis, tras crecimientos interanuales del 20 % en 2006 y 2007. A raíz de la crisis, las empresas británicas redujeron considerablemente sus decisiones de gasto e inversión. Además, durante estos años se ha producido un proceso de desintermediación, de forma que los préstamos bancarios han pasado de representar el 68 % del total de la financiación externa en 2008 al 44 % en 2014 (véase gráfico 6), al tiempo que el volumen de emisiones de bonos ha aumentado (véase panel izquierdo del gráfico 7).

FINANCIACIÓN EXTERNA NETA OBTENIDA POR EMPRESAS DE BANCOS Y MERCADOS DE CAPITALES (a)

CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS
Crecimiento trimestral anualizado

FUENTE: Banco de Inglaterra.

a Financiación obtenida por empresas privadas no financieras (PNFCS) de instituciones monetarias y financieras (IMF) y de los mercados de capitales (no incluye beneficios retenidos).

b Datos hasta septiembre de 2014.

Las encuestas y los agentes bancarios consultados por el Banco de Inglaterra muestran que tanto la restricción de la oferta como la reducción de la demanda han tenido un papel en la debilidad del crédito a empresas²⁸. En parte, la debilidad en el crédito bancario refleja un cambio en las fuentes de financiación de las grandes empresas. De hecho, la encuesta trimestral de Deloitte a los directivos financieros de grandes empresas muestra que la emisión de bonos se ha convertido en una fuente de financiación más atractiva que los préstamos bancarios. En este contexto, el volumen de emisión creció en paralelo con la contracción del crédito bancario, observándose además un aumento en el número de empresas que acuden a los mercados por primera vez²⁹.

Sin embargo, en el caso de las pequeñas empresas³⁰ el acceso a los mercados de capitales no supone una fuente alternativa a la financiación bancaria de fácil acceso. El porcentaje de pymes británicas que acuden a fuentes de financiación externas era del 35 % en la primera mitad de 2014³¹, y se ha reducido en los últimos años. La mayor parte de estas fuentes son préstamos, descubiertos bancarios y tarjetas de crédito. El crédito a pymes en Reino Unido está altamente concentrado en los cuatro mayores bancos, que tienen una cuota de mercado estable del 80 % [Banco de Inglaterra (2014b)]. De hecho, el sistema bancario británico se caracteriza por una gran concentración³², con escasa presencia de entidades especializadas de pequeño tamaño, cooperativas o de ámbito regional, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos y otros países europeos. Una excepción fue la venta en 2011 de la entidad intervenida Northern Rock PLC³³ a Virgin Money, dentro de una estrategia de las autoridades británicas para aumentar la competencia en entidades orientadas al negocio minorista.

28 Véase Bell y Young (2010).

29 Véase Farrant *et al.* (2013).

30 El Banco de Inglaterra considera pequeñas y medianas las empresas con volumen de negocio anual inferior a los 25 millones de libras.

31 Datos de la encuesta SME Finance Monitor, realizada por BDRC Continental. Véase Banco de Inglaterra (2014e).

32 Los cinco mayores bancos (Barclays, HSBC, Lloyds Banking Group, Santander UK y RBS) gestionaban en el año 2011 el 65 % de los activos y el 79 % del crédito [Ares and Co. (2012)].

33 Northern Rock fue dividido en dos partes en 2009: Northern Rock PLC, que englobaba el negocio minorista, y Northern Rock (Asset Management) PLC, que agrupaba las actividades correspondiente al banco malo.

Para entender la respuesta que han adoptado las autoridades, conviene prestar atención a la situación que afrontaron al comienzo de la crisis. Así, las encuestas empresariales y los agentes bancarios contactados por el Banco de Inglaterra señalaban un descenso de la disponibilidad de crédito percibida en 2007 y 2008, así como un aumento de los diferenciales. Las tasas de rechazo para préstamos solicitados por pymes aumentaron sustancialmente en 2008-2009, incluso controlando por el nivel de riesgo³⁴. Además, las tasas de rechazo aumentaron en mayor medida para las pymes de menor riesgo, lo cual sugiere un mayor endurecimiento relativo para las empresas más solventes. A las elevadas tasas de rechazo se une el efecto desánimo para la solicitud de nuevos préstamos. Las encuestas también recogen la debilidad de la demanda durante la recesión, siendo la situación económica un factor clave.

En este sentido, no es sorprendente que la evolución de la financiación a las pymes haya sido uno de los temas de mayor preocupación de las autoridades británicas, máxime teniendo en cuenta su peso en la economía: a principios de 2013 agrupaban alrededor del 60 % del empleo y el 50 % del volumen de negocio, y suponían un 40 %³⁵ del crédito bancario total (véase panel derecho del gráfico 7). En este contexto, desde 2010 las autoridades británicas han desarrollado diferentes iniciativas, siempre con el objetivo explícito de incentivar el crédito a empresas, y especialmente a las de menor tamaño (véase recuadro 1), cuyo efecto parece haber sido limitado.

Adicionalmente, se ha iniciado un proceso de desintermediación, cuyo alcance todavía es reducido, que puede acabar compensando la falta de dinamismo del crédito bancario a las empresas. Así, se ha observado un aumento de préstamos otorgados por compañías de seguros o fondos de pensiones, y de financiación a través de *leasing* o descuento de facturas. En el caso de las pymes, también está aumentando el uso de fórmulas de préstamo individual, de *crowdfunding* y de fondos de capital riesgo³⁶. La Bolsa de Londres lanzó en 2010 el primer mercado de deuda para inversores minoristas, denominado *Order book for Retail Bonds* (ORB). Se trata de un mercado regulado que se ha convertido en una fuente de financiación más flexible para algunas empresas medianas. Además, Reino Unido ha establecido incentivos fiscales dirigidos a inversores, con el objetivo de aumentar la base inversora de las pymes, como, por ejemplo, si participan en el mercado alternativo bursátil (AIM) o en los *Venture Capital Trusts* (VCT)³⁷.

Consideraciones finales

Estados Unidos y Reino Unido se vieron afectados por la crisis financiera desde su inicio y los efectos de esta en términos de reducción del crédito bancario se manifestaron tempranamente. A raíz de la crisis, en ambos países se ha observado un proceso de desintermediación bancaria, con un mayor recurso de las empresas a los mercados de capitales para captar recursos ajenos. Este cambio ha tenido mayor importancia cualitativa en Reino Unido, donde las empresas tenían una mayor dependencia inicial de la financiación bancaria. En ambos países se han adoptado también diversas medidas de estímulo al crédito bancario, principalmente orientadas a las pequeñas y medianas empresas, con acceso más restringido a los mercados de capitales. No obstante, las medidas específicas de apoyo al crédito han sido de distinta naturaleza en cada caso, dadas las particularidades tanto en su estructura de financiación al sector privado como en su sector bancario.

34 Fraser (2012) y Armstrong *et al.* (2013).

35 Dato a marzo de 2014. Véase Banco de Inglaterra (2014c).

36 Véase Banco de Inglaterra (2014a).

37 Instituciones de inversión colectiva cotizadas en la Bolsa de Londres que están obligadas a mantener un 70 % de su cartera en acciones de pequeñas empresas no cotizadas o cotizadas en mercados no regulados, como el AIM [CNMV (2011)].

En el caso del crédito a las pymes, las autoridades norteamericanas se han centrado en medidas destinadas a apoyar a las entidades financieras de pequeño tamaño, especializadas en la concesión de financiación a este segmento. Por el contrario, en Reino Unido se han implementado medidas de ámbito más amplio, destinadas a abaratar la financiación del conjunto de entidades bancarias. En el caso del crédito hipotecario también existen diferencias relevantes entre Estados Unidos, donde el apoyo se ha canalizado a través de las agencias estatales, y Reino Unido, donde se han dado incentivos al conjunto de la industria, abaratando los costes de financiación o concediendo garantías o ayudas a los hogares para la solicitud de una hipoteca, al tiempo que se desarrollaban medidas de carácter macroprudencial y de protección al consumidor para evitar un exceso de endeudamiento en los sectores más vulnerables.

La evolución del crédito en las dos economías presenta diferencias significativas en la actualidad, a pesar de que ambas se encuentran en una fase cíclica similar. Aunque la financiación bancaria al sector privado se está recuperando en los dos casos, lo hace a un ritmo y con una composición diferentes, más dinámico en Estados Unidos, reflejando una contribución positiva de todas las partidas, y con notable atonía en Reino Unido, donde la mejoría más reciente se ha basado en el crecimiento de los préstamos a hogares.

En cualquier caso, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido quedan retos que afrontar. En Estados Unidos, el creciente endeudamiento a través del crédito a estudiantes y la reforma, que se va postergando, del sistema de garantías a los préstamos hipotecarios que ofrecen las agencias estatales constituyen las principales áreas de preocupación. En Reino Unido, a pesar de las numerosas iniciativas, siguen existiendo dificultades en la disponibilidad de fondos para las pymes y, en cuanto a la financiación hipotecaria, se han introducido varias medidas en el ámbito macroprudencial para evitar prácticas que acareen un excesivo endeudamiento de los colectivos más vulnerables.

14.11.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- ABIAD, A., G. DELL' ARICIA y B. LI (2011). *Creditless recoveries*, IMF working paper, 11/58.
- ARES AND CO. (2012). *SME Financing: impact of regulation and the eurozone crisis*, noviembre.
- (2013). *Alternative Finance for SMEs and mid-market companies*, octubre.
- ARMSTRONG, A., E. P. DAVIS, I. LIADZE y C. RIENZO (2013). *Evaluating changes in bank lending to UK SMEs over 2001-12 —ongoing tight credit?*, Department for Business Innovation & Skills, Report n.º 13/857.
- BANCO DE ESPAÑA (2014). «Informe trimestral de la economía española», recuadro 2, «Riesgos provenientes del mercado de la vivienda y activación del pilar macroprudencial en Reino Unido», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 14 y 15.
- BANCO DE INGLATERRA (2014a). *Trends in Lending*, abril.
- (2014b). *Should the availability of UK credit data be improved?*, Discussion Paper, mayo.
- (2014c). *Trends in Lending*, julio.
- (2014d). *Credit Conditions survey 2014 Q3*, octubre.
- (2014e). *Trends in Lending*, octubre.
- BELL, V., y G. YOUNG (2010). «Understanding the weakness of bank lending», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 50, n.º 4, pp. 311-320.
- BDRC CONTINENTAL (2013). *SME Finance Monitor*, Q2.
- BRITISH BANKERS ASOCIATION (2014). *Bank Support for SMEs 2nd Quarter 2014*.
- CNMV (2011). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación*, 2010.
- CORNER, G. S., y R. R. BHASKAR (2010). *The Demographics of Decline in Small-Business Lending*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic focus, disponible en el sitio web <https://www.stlouisfed.org/publications/cb/articles/?id=1933>.
- CUADRO, L., L. ROMO y M. RUBIO (2010). «El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- DAVIS (2014). «Student Debt: Trends and Possible consequences», *Financial Insights*, vol. 3, n.º 3, FIRM, Dallas FED, septiembre.
- DELOITTE (2014), «The Deloitte CFO Survey», Q3.
- FARRANT, K., M. INKINEN, M. RUTKOWSKA y K. THEODORIDIS (2013). «What can company data tell us about financing and investment decisions?», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 53, n.º 4, pp. 361-370.
- FDIC (2012). *FDIC community Banking Study*, diciembre.

- FMI (2014). *Global Financial Stability Report*, octubre.
- FRASER, S. (2012). «The impact of the financial crisis on bank lending to SMEs», Department for Business Innovation & Skills, Report n.º 12/949.
- GAO (2014). *Older Americans. Inability to repay student loans may affect financial security of a small percentage of retirees*, United States Government Accountability Office, GAO-14-866T.
- GARROTE, D., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2013). «Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 69-80.
- GROVER, A., y K. SUOMINEN (2014). *State of SME Finance in the United States*, TRADEUP White Paper, enero.
- PATTANI, A., G. VERA y J. WACKETT (2011). «Going public: UK companies' use of capital markets», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 51, n.º 4, pp. 310-330.
- RESERVA FEDERAL (2014). *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, julio.
- SBA (2014). «Small Business Finance», *FAQ*, febrero.

