



## **Consecuencias económico-financieras de las políticas de acceso al crédito sobre las empresas españolas internacionalizadas.**

**Antonio García Tabuenca** ([antonio.gtabuenca@uah.es](mailto:antonio.gtabuenca@uah.es)) (\*)  
**Fernando Crecente Romero** ([Fernando.crecente@uah.es](mailto:Fernando.crecente@uah.es)) (\*\*)  
**Federico Pablo Martí** ([Federico.pablo@uah.es](mailto:Federico.pablo@uah.es)) (\*)

(\*) Departamento de Economía

(\*\*) Departamento de Economía y Dirección de Empresas  
Universidad de Alcalá

**Área Temática:** *Especialización, innovación, productividad y competitividad. Crecimiento y convergencia.*

**Resumen:** Con el ingreso de España en las instituciones comunitarias, el tejido empresarial español fue modernizándose e implicándose en procesos apertura al exterior. En la fase expansiva del último ciclo, empresarios y empresas fueron adaptando su configuración a la de otros países competitivos, mientras la tasa de creación de empresas mostró un significativo crecimiento. Hacia mitad de 2013, aproximadamente hay 3.850 empresas españolas con inversiones directas en el exterior y 38.400 son exportadoras regulares. El más barato y fácil acceso al abundante crédito a partir de la entrada del euro fue aprovechado por las empresas. Unas dieron el salto internacional y otras aprovecharon el tirón de la demanda nacional, aupada en base al dinamismo de la construcción. Sin embargo, esto no favoreció la mejora de la competitividad empresarial, ni estimuló el crecimiento de su tamaño, ni la introducción de reformas estructurales en mercados y sectores regulados. En especial, con la brusca irrupción de la crisis de 2007/8 el mercado del crédito se retrajo impidiendo a muchas empresas atender sus deudas o modificar el rumbo hacia nuevas inversiones. Por tanto, parecería que el crecimiento empresarial y la dinámica emprendedora de la fase expansiva no se hubieran sustentado sobre sólidas bases económicas, sino más bien sobre factores de crecimiento de carácter no recurrente: el influjo del euro y el exuberante crédito. Para contrastar esta circunstancia se han analizado una batería de indicadores que sirven de aproximación al concepto de eficiencia empresarial de una muestra de cuatro tipologías de empresas representativas regionalmente: empresas que únicamente exportan; empresas que solo importan; empresas que exportan e importan, y un conjunto de empresas de la economía (control). Del análisis se desprende que las empresas cuanto más comprometidas se hallan con la actividad comercial internacional obtienen mejores resultados así como un mejor aprovechamiento del crédito.

**Palabras Clave:** *financiación, internacionalización; desapalancamiento, acceso al crédito y eficiencia empresarial.*

**Clasificación JEL:** G32; F23

## **1. Introducción.**

En la fase expansiva de la economía (1996-2007), particularmente en la UE tras la creación del Euro, el crédito al sector privado y, en concreto, a las sociedades no financieras aumentó notablemente. Según las encuestas de la Comisión Europea (2005), algo más del 77% las pequeñas y medianas empresas europeas declaraban disponer de niveles de financiación adecuados. Algunos países (de dentro o fuera de la eurozona) estaban por encima de la media, como Finlandia, Irlanda, Dinamarca y Reino Unido, que alcanzaron una proporción superior al 90%, mientras en España ascendía al 85%. En otros, como Suecia o Alemania, este porcentaje se reducía al 77 y 73% respectivamente.

Estos datos sugieren que en esta fase del ciclo, la tradicional restricción crediticia que sufren las Pymes, evidenciada por abundante literatura (Vohrl and Adams, 1997; EU 2011; Callejón and Segarra, 2012), habría quedado al menos parcialmente paliada, puesto que la mayoría de estas unidades productivas accedían a crédito a precio barato. Las razones que lo explicaban se debían al influjo que tuvo el Tratado de Maastricht y la creación del Euro en las economías de la UE, de lo que se derivó una sostenida caída de los tipos de interés y un fuerte crecimiento de la demanda, que modificó las condiciones del mercado de crédito.

Greenspan (2013, p. 218) ha explicado que la benigna convergencia monetaria del euro durante el período de auge mundial permitió incluso que las economías menos competitivas del sur europeo progresaran, ya que con poco esfuerzo pudieron tomar gran cantidad de dinero prestado de sus vecinos del norte. Basándose en los crecientes costes laborales unitarios y precios relativos respecto a Alemania, este autor argumenta que bajo una falsa sensación de bienestar, estas economías del sur fueron convirtiéndose paulatinamente en menos competitivas que las del norte.

Por otra parte, tras la emergencia de la crisis financiera en 2007/8 y su efecto inmediato en los mercados de deuda y en la economía productiva, estas empresas vienen sufriendo de nuevo fuertes restricciones financieras, si bien difieren entre países y son bastante más acusadas en unos países que en otros. Así vienen señalándolo la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (2009 a 2013), basándose en los resultados de la Survey on the Access to Finance of the SMEs in de Euro Area.

Tras este repentino y fuerte impacto, muchas empresas ni supieron ni pudieron reaccionar. De un lado, porque sus balances “en recesión” (Koo, 2011) contenían elevados niveles de deuda y la supervivencia de las mismas se basaba en la devolución o reestructuración de la deuda. Y de otro, porque la demanda interna y, como consecuencia, la producción, los beneficios y el empleo, cayeron bruscamente a niveles desconocidos desde hacía décadas. Es decir, tras una década dorada de la nueva moneda común europea, con el colapso de Lehman Brothers y el cierre virtual del mercado de crédito a escala global, “se han manifestado con crudeza las diferencias de competitividad internacional entre los miembros de la Eurozona” y se dispararon los diferenciales con el bono alemán (Greenspan, 2013).

La pregunta que se plantea e intenta dar respuesta este trabajo es si el fácil acceso al crédito y buenas condiciones financieras en el período anterior a la crisis ha tenido como consecuencia una mejora en la modernización de las empresas españolas, particularmente las Pymes, mediante el crecimiento de la inversión productiva y la competitividad a largo plazo, lo que habría permitido orientar un modelo productivo más exportador. O, si por el contrario, no se empleó en inversión orientada a favorecer su competitividad (por ejemplo, aumentar el tamaño, el esfuerzo tecnológico o las bases para internacionalizar su actividad), y a lo que condujo fue al aumento generalizado de los costes laborales unitarios y al estancamiento en el mercado local.

Con estos antecedentes, en el presente trabajo se estudia la evolución de la economía española desde el período expansivo hasta la situación de la crisis en 2012/3, centrandose el foco en el comportamiento de las empresas exportadoras, que tras la recesión de 2009 han venido ganando cuota internacional aprovechando la caída de la demanda interna, primero, y de los salarios y precios, después. Esta caída de salarios y precios es consecuencia del inevitable proceso de deflación interna que sufren España y las economías del sur de Europa como solución (parcial) a la brecha competitiva generada en la zona del Euro entre países prestamistas y prestatarios en el período de incubación de la última burbuja.

Junto a esta introducción, el trabajo está ordenado en seis secciones. En la segunda se trazan resumidamente algunas características de la economía española antes y en la crisis, así como el comportamiento de las empresas en relación a su actividad comercial

internacional. En la tercera se presenta las fuentes de información y método que se utilizan. En la cuarta se ofrecen resultados gráficos y estadísticos. En la quinta se presentan los resultados del modelo y se discuten los mismos. Finalmente, en la última sección se concluye ofreciendo los aspectos remarcables, las limitaciones encontradas en el estudio y algunas orientaciones referidas al campo de las políticas.

## **2. La economía española y las exportaciones en las fases de expansión y crisis**

Si se contempla el período de veinte años que hay entre 1986, año de ingreso de España en la CEE, y 2005, en plena expansión y burbuja, la cuota de exportaciones españolas pasó del 1,2 al 2,1 por cien del total mundial. Sin embargo, a partir de 1997/98 apenas se modificó esta cuota, en tanto que las importaciones aumentaban a un fuerte ritmo, lo cual hacía aumentar el déficit del saldo comercial y mostraba una pérdida de competitividad de la economía española. A partir de 2009, las exportaciones han venido recuperándose notablemente, consecuencia de la fuerte contracción de la demanda interna y de las importaciones. Las empresas tradicionalmente exportadoras y otras nuevas, que supieron aprovechar la oportunidad de la contracción de salarios y precios sufrida por la economía española, así como recurrir a mercados internacionales (tradicionales y nuevos), aumentaron considerablemente el volumen de exportación. Se ha mostrado recientemente, sin embargo, que las empresas españolas exportadoras no han necesitado reducir precios para seguir siendo competitivas en los mercados internacionales, aunque la reducción de los costes laborales unitarios sí han servido para ganar márgenes de beneficio y proseguir con su saneamiento financiero (Fernández, 2013). A final de 2013, 41.163 empresas eran exportadoras regulares (últimos cuatro años consecutivos) de bienes y, en total, 150.992 empresas habían tenido alguna actividad exportadora durante ese año (no-regulares).

En 2012, el conjunto de empresas exportadoras de bienes, que representaban el 15% del total de las empresas con asalariados, vendieron al exterior por un valor del 21,2% del PIB. En conjunto, los bienes y servicios de la exportación española significaron el 31,4% del PIB. Como consecuencia de este crecimiento de las exportaciones y reducción de las importaciones han ido reduciéndose las necesidades de financiación de la economía española, aproximándose al equilibrio la balanza por cuenta corriente.

No obstante, la mayor parte de la exportación ha venido siendo materializada por parte de un grupo reducido de empresas. Así, en 2012, el 87,9% del volumen exportado fue llevado a cabo por 4.777 empresas grandes y medianas. Entretanto, la participación de las pequeñas empresas cae de manera ostensible: 100.083 empresas, el 73,1% del total, exportaron 50.000 euros o menos cada una durante el año 2012, es decir, el 0,29 por cien del volumen total exportado. De estos datos se desprende que la mayor parte de las empresas no han dado el salto competitivo fuera de su marco local. Estas empresas supieron aprovechar el boom de la demanda interna anterior a la crisis, valiéndose de la abundante oferta de crédito otorgada en la Eurozona. Pero la gran mayoría no adoptó estrategias orientadas a la internacionalización.

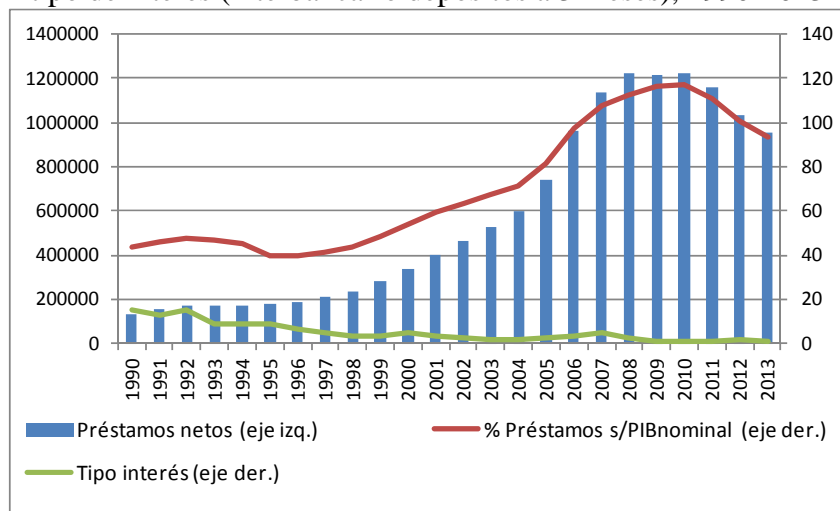
Por otra parte, cuando se contempla el tamaño de las empresas españolas –factor crucial en el comercio exterior-, se observa que entre 1999 y 2013 ha venido sistemáticamente aumentando la participación de las empresas de menor tamaño (microempresas), con un crecimiento medio anual de 0,58%, y reduciéndose las del resto de tamaños, pequeñas, medianas y grandes, con decrecimientos anuales medios de -3,0, -1,8 y -0,4%, respectivamente.

Con la brusca irrupción de la crisis en 2008, el tejido empresarial, particularmente el mayoritario local y menos competitivo, compuesto por pequeñas empresas, quedó en un estado de incertidumbre, elevado endeudamiento y sin facultades de reacción. Entre 2007 y 2013 se han destruido 275.669 empresas (-1,4% de media anual). Las que han sobrevivido vienen desde entonces abordando un arduo proceso de adelgazamiento de balances, que les impide tomar decisiones de inversión (gráfico 1).

Esta situación de “recesión de balances” ha llevado a que, desde 2009, las sociedades no financieras han cambiado su habitual función de inversoras por el de ahorradoras netas, al mismo tiempo que las instituciones financieras han venido incrementando notablemente su capacidad de financiación, debido a las necesidades de amortización de su deuda internacional y al escaso crédito otorgado. Entretanto, los hogares, en los años de la crisis, han venido rectificando el cambio de su papel de ahorradores por el de inversores, que acometieron a partir de 2003, en plena burbuja inmobiliaria y consumo disparado (gráfico 2).

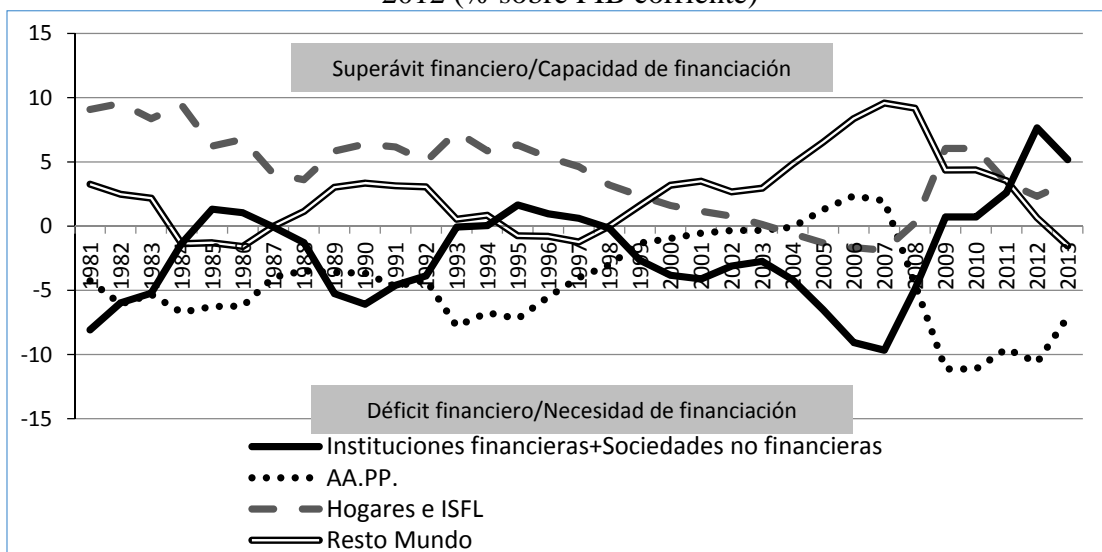
A esta singular situación del sector privado (sociedades no financieras, instituciones financieras y hogares) como ahorrador neto, pese a tipos de interés cercanos al cero, se ha referido insistentemente Koo (2011). Advierte este autor que mientras las autoridades económicas europeas han puesto el foco (como ya ocurriera en Japón) casi exclusivamente en el tamaño del déficit fiscal de los países del sur de Europa, han ignorado del todo la magnitud del ahorro privado que viene generando el sector privado desde el estallido de la crisis.

Gráfico 1. Préstamos netos a las sociedades no financieras (millones euros y % PIB) y tipo de interés (interbancario depósitos a 3 meses), 1990-2013



Fuente: Elaborado con datos del Banco de España, Balance Financiero

Gráfico 2. Capacidad o necesidad de financiación de los sectores institucionales, 1981-2012 (% sobre PIB corriente)



Fuente: Elaborado con datos del Banco de España

### **3. Fuentes de información y metodología**

Se han empleado datos de las empresas procedentes de la información contenida en los registros mercantiles, en concreto, se ha utilizado la base de datos SABI. Esta base contiene información económica-financiera de la mayoría de las empresas con personalidad jurídica de España.

De la base SABI se han extraído poblaciones o muestras de datos de un período de 10 años, entre los ejercicios 2003 y 2012, cinco años antes de la explosión de la crisis y otros cinco después (cuadro 2). Se han contemplado como criterios de segmentación: los sectores productivos (agricultura y extractivas, sector industrial, construcción, distribución comercial y resto de servicios), las regiones NUTS-1 (Madrid, Centre, Este, Sur, Noreste y Noroeste) y el tamaño empresarial (pequeñas, medianas y grandes empresas). Por la abultada mayoría de microempresas en la economía española y en la base, no se han tenido en cuenta las microempresas (1 a 9 trabajadores), lo que evita sesgos en el análisis.

De acuerdo a la información que facilita SABI, se han extraído las siguientes poblaciones o grupos de empresas completos: 1) empresas que exportan e importan, 2) empresas que solo exportan, y 3) empresas que solo importan. Asimismo, se ha extraído una muestra del: 4) conjunto total de empresas de la economía, en el que se incluyen las empresas que no realizan actividad comercial con el exterior. Este grupo de empresas sin actividad internacional se comporta básicamente como el del conjunto de la economía, puesto que apenas está compuesto por cien mil empresas del más de un millón de unidades de la base. Para adoptar este criterio –que simplifica la comprensión del análisis- se han realizado previamente pruebas estadísticas con los dos grupos separados y se ha observado que gráfica y estadísticamente los valores de las medianas corren paralelos. Esta muestra del total de la economía se utiliza en el estudio como grupo de control.

Para determinar el tamaño de la muestra del último grupo se ha utilizado el programa SOTAM (Sistema de Optimización para Tamaños de Muestra) de Manzano Arrondo (2010). Para que el tamaño de la muestra sea representativo del tejido empresarial español (según el Directorio Central de Empresas), se ha extraído una muestra aleatoria estratificada en base a tres criterios: tamaño empresarial, sector de actividad y región.

Cuadro 2. Poblaciones y muestras de empresas, Base SABI, 2014 (número de empresas)

<b>Población en SABI</b>	<b>Población</b>	<b>Muestra</b>
<b>Exportadoras e importadoras</b>	9.780	-
<b>Exportadoras</b>	4.185	-
<b>Importadoras</b>	4.567	-
<b>Total empresas Economía</b>	125.972	8.458

Fuente: Base SABI y DIRCE-INE

El estudio del comportamiento de las empresas comprometidas o no con el comercio exterior se ha realizado desde dos perspectivas. La primera mediante un examen de indicadores económico-financieros y del análisis gráfico de los mismos. En concreto, se han obtenido los siguientes indicadores: a) ratio de endeudamiento (valor de la deuda sobre el valor del activo), b) ratio de fondos ajenos sobre fondos propios, c) activo total, d) productividad (euros de valor añadido por trabajador), e) EBITDA sobre activo (beneficio antes del pago de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones dividido por el valor del activo), f) EBITDA sobre cifra de negocios (ídem sobre valor de las ventas), g) rentabilidad económica (beneficio antes de intereses e impuestos dividido por valor del activo) y h) rentabilidad financiera (beneficio neto por unidad de fondos propios). En los cálculos se ha empleado el estadístico mediana.

En este sentido, la investigación relativa a las empresas exportadoras en los últimos años viene reclamando que las restricciones financieras representan una fuente adicional de heterogeneidad para comprender las diferencias de comportamiento entre las mismas (Bellore et al., 2010). Una de las proxy más común a la que se ha recurrido en la literatura para medir las restricciones financieras es la sensibilidad de las inversiones al cash flow (Fazzani, 1998), equivalente al que se emplea en este trabajo (EBITDA/Activo), pero también se han empleado otras similares a las aquí planteadas, que según los distintos trabajos han ofrecido resultados dispares. Bellone et al. (2010) han utilizado tamaños (total activos), productividad, liquidez, capacidad de generación de flujos de caja, solvencia, recursos ajenos sobre el total de inversiones y la capacidad de devolución de las deudas (deudas financieras sobre cash flow). En todo caso, en los análisis de estas variables ha de tenerse en cuenta las posibles y frecuentes correlaciones entre ellas para evitar resultados adversos.

La segunda perspectiva del análisis contempla un modelo probit, en el que la variable dependiente adopta el valor 1 o 0 en función de si la observación analizada realiza



actividad exportadora con el exterior o no, respectivamente. A estos efectos se ha elaborado una base de datos ad hoc con el conjunto de indicadores económico-financieros indicados, que operan como variables independientes, y un grupo de variables ficticias que facilitan el análisis en función del tamaño, sector y región de las empresas.

Por tanto, el endeudamiento empresarial y capacidad exportadora de las empresas son las dos variables principales que se consideran en este trabajo. En nuestra hipótesis de trabajo cabe suponer que, en una empresa, cuanto mayor sea su ratio de endeudamiento menor capacidad de inversión tendrá para abordar operaciones o estrategias de comercio exterior. Esta hipótesis se ajusta especialmente al caso de una economía que se halla en fase recesiva (2009-2012) o de incipiente recuperación o estancamiento (2013-2014), con políticas de consolidación fiscal y austeridad del gasto público, y al mismo tiempo el sector privado se encuentra muy endeudado. Como consecuencia, las empresas minimizan deuda en lugar de maximizar beneficios en un intento de eliminar la carga de deuda generada por el estallido de una burbuja de precios de activos financiados con deuda (Koo, 2013, p. 90). Ello implica que, pese a tipos de interés muy bajos –o incluso políticas monetarias laxas–, haya un proceso generalizado de adelgazamiento de los balances del sector empresarial en lugar de tomar crédito para nueva inversión productiva.

#### **4. Resultados.**

##### *4.1 Estudio de indicadores económico-financieros*

Del estudio de indicadores económico-financieros y análisis gráfico se desprende que durante el período estudiado (2003 a 2012), que recorre una parte álgida del ciclo en expansión de la economía española (desde 1996 a 2007) y otra desde el inicio de la crisis hasta su profundización y recesiones de 2009 y 2011-12 (2008 a 2012), las empresas con actividad comercial internacional presentan mejores resultados (gráfico 4).

En términos generales, el grupo compuesto por las empresas que regularmente exportan e importan se sitúa en la parte alta de los gráficos, con la excepción de la ratio de endeudamiento, que figura en la parte más baja. Esto último da pie a argumentar que a mayor compromiso comercial internacional de las empresas, menores necesidades de

endeudamiento presentan sus balances. Le sigue el grupo de empresas que sólo realizan actividad exportadora. A continuación las que sólo son importadoras. Finalmente, en la parte baja de los indicadores se encuentran las empresas del grupo de control –o media de la economía española-, asociado a las empresas que no desarrollan actividad comercial.

No obstante todos ellos, con la excepción de la productividad (y valor del activo total, que no es una ratio), reducen bruscamente sus resultados a partir de 2008 (con algo menos de intensidad en el caso de los dos EBITDA). La productividad sufre un menor decrecimiento en los primeros años de la crisis y remonta desde 2009 ante la fuerte caída del empleo y los salarios.

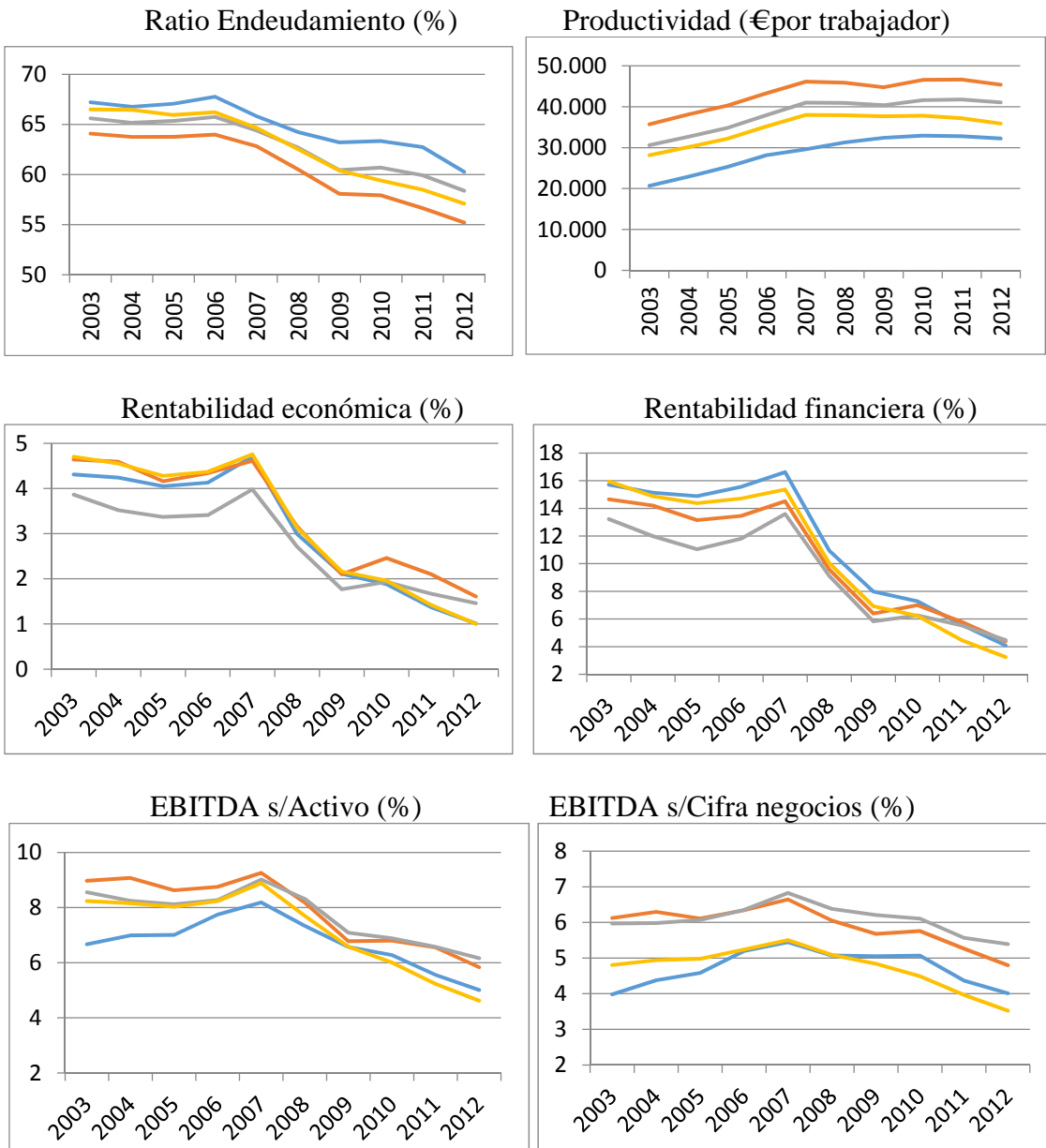
Sin embargo, se observa que entre 2003 y 2009 las empresas sin actividad comercial internacional (y grupo de control o media de la economía) arrojaron mejores resultados en rentabilidad económica y financiera que las exportadoras/importadoras y que las exportadoras. A partir de 2009, cuando la crisis retrae bruscamente la demanda interna, cambia el panorama y las exportadoras/importadoras y exportadoras comienzan a presentar una rentabilidad financiera creciente y similar o superior a las locales (sin actividad comercial exterior y grupo de control) en los últimos años del análisis, y que es de prever que las superaría si se extendiera el período de estudio.

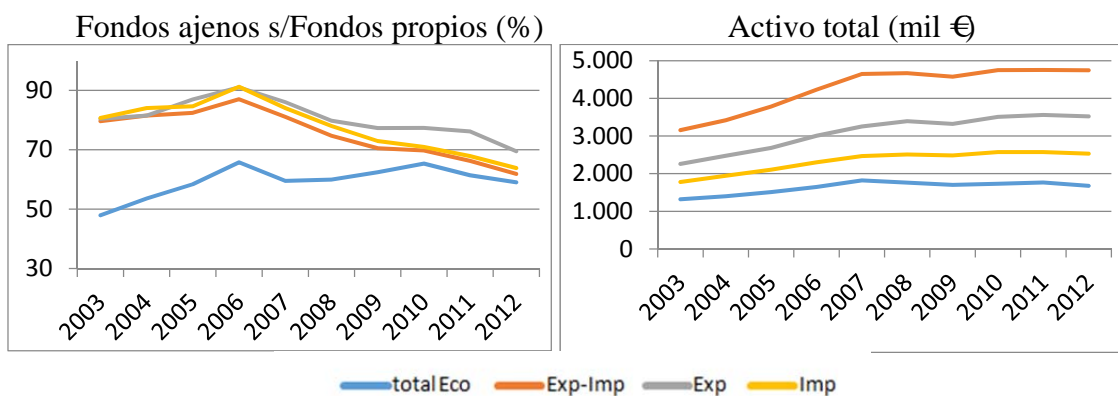
Esta distinta configuración de la rentabilidad financiera se explicaría teniendo en cuenta que las empresas sin actividad comercial/media de la economía, durante la incubación y desarrollo de la burbuja, que tenían un acceso fácil y barato al crédito (lo que les permitía financiar la inversión más con recursos ajenos que con fondos propios), carecían de incentivos para modernizarse y competir en el exterior. Por ello, su tendencia fue continuar a resguardo de su tradicional actividad doméstica, impulsada por una demanda disparada por el valor creciente de los activos inmobiliarios y otros conexos.

Y solo con la llegada y profundización de la crisis, principalmente a partir de la recesión de 2009, la fuerte caída de la demanda interna pero también de los costes y salarios, las empresas que venían abordando actividad exterior empiezan a colocarse por delante estimuladas por la demanda externa más activa y los precios más competitivos. A ellas fueron sumándose las más capaces y preparadas del tejido productivo, lo cual explicaría

el crecimiento del número de empresas exportadoras y el volumen en valor de las exportaciones desde 2009.

Gráfico 4. *Indicadores económico-financieros de las empresas españolas en función de su actividad comercial internacional, 2003-2012, medianas (empresas > 9 trabajadores: excluidas microempresas)*





Fuente: elaborado con datos de SABI y DIRCE-INE

Tanto en la rentabilidad financiera como en la rentabilidad económica, las empresas que únicamente realizan actividad importadora se colocan en la parte alta del gráfico (en el caso de la rentabilidad económica corre paralela a la de las exportadoras/importadoras, y en el de la financiera al de las que no realizan actividad con el exterior/media de la economía) hasta la llegada de la recesión, momento en que pasan a ocupar la parte baja, debido a la fuerte caída de la demanda interna. Conviene tener en cuenta que en este grupo de sólo importadoras conviven empresas de muy variada tipología (comerciales de inputs intermedios o de consumo final, exclusivistas, etc.). Podría merecer la pena hacer un tratamiento aparte en otra investigación, ya que además no es objeto específico de este trabajo.

En resumen, parecería que mientras que los indicadores de rentabilidad económica (adecuada utilización de la inversión en inmovilizado y circulante), productividad (adecuada combinación entre el factor humano y la estructura técnica), y EBITDA (fondos líquidos generados por la empresa relativizado por el activo total y la cifra de negocios) siguen similares comportamientos en el período de expansión (crecimiento) y crisis (decrecimiento), la rentabilidad financiera (resultado neto entre fondos propios, o excedente para el empresario por riesgo asumido) adopta otra evolución.

Por su parte, el indicador de endeudamiento mantiene la misma tendencia que el resto de indicadores, pero se anticipa a la llegada de la crisis. Todos los grupos de empresas comienzan un proceso de reducción de la deuda hacia 2006, lo que podría estar indicando señales de acercamiento al estallido de la burbuja de activos.

#### **4.2 Diferencias de comportamientos frente a la actividad internacional.**

Antes de abordar el modelo planteado, se ha comprobado si existen comportamientos estadísticamente significativos entre los cuatro grupos de empresas considerados (exportadoras/importadoras, exportadoras, importadoras, sin actividad exterior-media economía). A estos efectos, se ha realizado un análisis ANOVA asumiendo la hipótesis de normalidad y homocedasticidad de las variables independientes. Sin embargo, aunque la mayor parte de las ratios analizadas no cumplen la hipótesis de la normalidad y homocedasticidad, los resultados obtenidos mantienen su robustez por el gran tamaño de la muestra utilizado (Peña, 2002).

Para ello se emplea el estadístico de Brown-Forsythe que modifica el estadístico F del análisis ANOVA (Jimenez y Sánchez, 2007). Y para conocer concretamente qué grupos son estadísticamente diferentes se utilizan otros contrastes post hoc de comparaciones múltiples consistentes en formular una combinación lineal del número necesario de medias de la muestra y poblacionales utilizadas en el trabajo. La elección depende de si se asume o no la igualdad de varianzas de la variable. La presente investigación utiliza las pruebas de Scheffé.

Del conjunto de ratios estudiadas, solamente tres presentan significatividad estadística en tres años (2004, 2008 y 2012) del período que va desde antes del el estallido de la crisis hasta 2012: Ratio de endeudamiento, Rentabilidad económica y EBITDA sobre Activo (cuadro 3).

Así, respecto a la ratio de endeudamiento se aprecia que durante el periodo de expansión (2004), las empresas más endeudadas son las que no tienen relación con el exterior, mientras que las que si mantienen actividad internacional, incluido el grupo de importadoras, presentan un grado de endeudamiento bastante similar pero más bajo que aquéllas. Sin embargo, en plena recesión económica (2012) se produce un cambio en el comportamiento de las empresas. Las que importan y exportan (participación más activa en el comercio internacional) han conseguido disminuir significativamente su nivel de deuda (más de 6 puntos porcentuales), mientras que las empresas que no cuentan con presencia internacional (media de la economía), pese a haber reducido parcialmente el nivel de endeudamiento, amplían la distancia respecto a las primeras (casi 7 puntos respecto a los casi 4 de 2004), lo que explicaría sus mayores dificultades para hacer

frente a la devolución de los préstamos concedidos en la etapa de crecimiento económico. En una situación intermedia se encuentran las empresas que solo exportan o importan, aunque también por debajo de la media de la economía (5 puntos).

Esta situación pondría de manifiesto que las empresas que apostaron por las ventas internacionales y/o por la adquisición de inputs o productos terminados del exterior, han tenido mayor capacidad y más posibilidades de generar flujos de caja (EBITDA sobre activo) que las que destinaron la financiación obtenida al crecimiento interno, mediante el aumento de la capacidad productiva o modernización de sus equipos, pero manteniendo su orientación comercial al mercado local.

Cuadro 3. *Diferencia de medias en indicadores económico-financieros según el grado de internacionalización de la empresa. Periodo 2004-2012.*

Ratio de endeudamiento

GRUPOS / AÑOS	2012	2008	2004
Exportadoras-Importadoras	55,23	59,08	61,81 (*)
Exportadoras	57,81 (*)	60,15 (*)	62,82 (*)
Importadoras	56,97 (*)	60,72 (*)	63,58 (*)
No exportadoras-importadoras	62,23	64,35	65,28
Significatividad	0,000	0,000	0,000

Rentabilidad económica

Exportadoras-Importadoras	1,52 (*)	4,28 (*)	5,92 (*)
Exportadoras	1,50 (*)	3,96 (*)	5,09 (*)
Importadoras	0,08	4,37 (*)	5,95 (*)
No exportadoras-importadoras	-1,02	2,91	5,41 (*)
Significatividad	0,000	0,000	0,013

EBITDA sobre el activo

Exportadoras-Importadoras	5,62 (*)	8,12 (*)	9,83 (*)
Exportadoras	6,20 (*)	9,68 (*)	9,38 (*)
Importadoras	3,98	8,51 (*)	9,37 (*)
No exportadoras-importadoras	1,98	6,68 (*)	8,30
Significatividad	0,000	0,663	0,000

(\*) Grupos homogéneos

La apuesta por el comercio exterior supone unos costes iniciales importantes, que pueden lastrar en los primeros años la cuenta de resultados de la empresa, así como sus rentabilidades. Si se relaciona el beneficio bruto de las empresas con su volumen de

activos (rentabilidad económica), se observa que todas las empresas obtienen una rentabilidad positiva en la fase expansiva. Las dos razones que mejor explicarían este buen comportamiento son, en primer lugar, la facilidad de acceso al crédito que les permitió ampliar su capacidad productiva, en especial de las pequeñas empresas, y en segundo, el fuerte crecimiento de la demanda nacional que permitió un incremento de la cifra de negocios.

Aún así, las empresas sólo exportadoras, renunciado en parte al fuerte tirón del consumo nacional, obtuvieron la menor rentabilidad económica. Sin embargo, conforme van apareciendo los primeros síntomas de la desaceleración económica, las empresas con actividad exclusivamente nacional pierden en cuatro años casi la mitad de la rentabilidad que tenían en el año 2004, a diferencia de las empresas con comercio exterior que también ven reducida su rentabilidad pero en bastante menor escala. Esta situación se agudiza en plena etapa de crisis, en la que sólo las exportadoras logran arrojar una rentabilidad positiva. Por tanto, la apuesta que hicieron estas empresas, que supuso sacrificar una mayor rentabilidad en los momentos de la inversión internacional, se vio después favorecida por su mayor capacidad de supervivencia y dinamismo, expresado en términos de rentabilidad económica positiva [y aceptable generación de flujo de tesorería –aunque menor que en los años anteriores a la crisis-]. Es decir, la actividad internacional les ha posicionado en una posición de ventaja a la hora de afrontar la coyuntura nacional con fuerte caída de la demanda y de dificultades de liquidez de proveedores y clientes.

Es más, si este análisis se traduce en términos de flujos libres de tesorería (EBITDA respecto al activo) la situación es muy similar a la descrita, con la diferencia que en este caso la presencia internacional (independientemente de la fórmula de comercio elegida) resulta beneficiosa en los años anteriores a la crisis. Lógicamente, las empresas que sólo importan siguen un comportamiento similar a la muestra de la media de la economía, al adquirir en la mayor parte de los casos bienes y servicios para el consumo de los agentes nacionales. Por su parte, las empresas que han mantenido a lo largo del periodo su actividad exportadora, aunque han visto disminuir su tesorería, han mantenido la suficiente para, en su proceso de desapalancamiento, poder seguir pagando sus deudas, así como reinvertir, al menos una parte de ese dinero, en su capacidad productiva y así

mantener una posición competitiva tanto nacional como internacionalmente. Y lo contrario ocurre con las empresas sin actividad internacional, que han visto muy reducidos sus flujos de tesorería, lo cual tan sólo les permitiría devolver parte de su deuda acumulada y tener que acudir con frecuencia a procesos de reestructuración financiera o cierre.

Este análisis previo permite ver que existe una fuerte relación y un comportamiento muy similar entre las empresas que exportan regularmente al exterior (exportadoras y empresas que exportan e importan) y aquellas sin presencia internacional o que acceden solamente a la importación como forma de reducir sus costes de transformación. Por esta razón, el modelo que se propone a continuación agrupa en dos los tipos de empresas involucradas en el comercio internacional: las comprometidas regularmente con la internacionalización (valor 1) y aquellas sin actividad comercial internacional o poco significativa (valor 0).

#### **4.3 Modelo Probit.**

Para determinar el impacto que los aspectos financieros de la empresa tienen en su capacidad exportadora se estimó un modelo probit. En la estimación econométrica del modelo las probabilidades de que las empresas fueran exportadoras se hizo depender de un conjunto de variables económico-financieras y de una serie de variables de control.

Las variables económico-financieras consideradas fueron las siguientes:

- Ratio de endeudamiento (deuda)
- Ratio del EBITDA sobre activo total (ebitda/activo)
- Ratio del EBITDA sobre cifra de negocios (ebitda/cneg)
- Rentabilidad económica (Reconomica)
- Rentabilidad financiera (Rfinanciera)

Debido a los problemas de endogeneidad encontrados no se incluyeron finalmente las variables referidas a fondos ajenos sobre propios, activo total y productividad a pesar de que a priori, desde un punto de vista teórico, podría ser relevantes.

En un plano agregado, la economía española ha mostrado una tendencia a aumentar su propensión exportadora desde su incorporación a las Comunidades Europeas. Para



recoger este aspecto que podría distorsionar los resultados se incluyó la variable tendencial ‘año’ en la que se recoge el año de la observación.

Para controlar la heterogeneidad en el comportamiento debida al tamaño empresarial se incluyó una serie de variables dummies referidas al número de trabajadores (según se indicó en la sección 3) en las que se ha excluido, para tomarlo como referencia, al grupo de las empresas de menor dimensión recogidas en la muestra, es decir las pequeñas empresas (entre 10 y 49 trabajadores).

La diversa capacidad exportadora de los sectores productivos es incluida en el análisis mediante una batería de cinco dummies referidas al sector manufacturero, construcción, distribución comercial y resto de servicios. El sector excluido, que sirve como referencia, es el de agricultura y extractivas.

Finalmente, las diferencias regionales se han incorporado mediante seis dummies referidas a las regiones NUTS-1: Madrid, Este, Sur, Noreste, y Noroeste. En este caso se ha utilizado como referencia la región de Centro.

La estimación del modelo se ha realizado en dos fases. La primera estimación (cuadro 4) ha considerado los años previos a la irrupción de la crisis –hasta 2007-, mientras que la segunda estimación (cuadro 5) considera los años de mayor impacto de la crisis –de 2008 a 2012-. La razón de estimar dos modelos con un horizonte temporal diferente es evitar un posible alisado de los resultados que no capte la verdadera importancia de las variables analizadas sobre la propensión a exportar. Ha de tenerse en cuenta que el comportamiento de la mayor parte de las variables, tanto antes como después de la crisis, muestra una relación inversa. Por ejemplo, hasta el año 2007 los beneficios de las empresas mostraban una evolución creciente y a partir de ese periodo la tendencia pasa a ser justamente opuesta (gráfico 4).

La estimación econométrica propuesta de los modelos probit se muestra en las dos tablas que se adjuntan.

Cuadro 4. Estimación 1, 2003-2007

¿exporta?	Coef.	Robust		P > z	[95% Conf.	Interval]
		Std Err	z			
deuda	.0000558	.0001531	0.36	0.715	.0003558	.0002442
ebitdaactivo	.0056889	.0008595	6.62	<b>0.000</b>	.0073735	.0040042
ebitdacneg	1.16e-06	1.10e-06	1.06	0.288	-9.85e-07	3.31e-06
reconomica	.0052565	.000898	5.85	<b>0.000</b>	.0034964	.0070166
Rfinanciera	-.0002702	.0000636	-4.25	<b>0.000</b>	-.0003947	-.0001456
Año	-.0022169	.0027287	-0.81	0.417	-.0075651	.0031314
Empleo (50-249)	.3938767	.0101525	38.80	<b>0.000</b>	.3739783	.4137752
Empleo (250-1000)	.5281156	.0214833	24.58	<b>0.000</b>	.486009	.5702222
Empleo (+ 1000)	.7059424	.0413257	17.08	<b>0.000</b>	.6249455	.7869393
Industria	.1495552	.0254117	5.89	<b>0.000</b>	.0997492	.1993612
Construcción	-1.001165	.0299102	-33.47	<b>0.000</b>	-1.059788	-.9425417
Distribución comer.	-.4101221	.0255663	-16.04	<b>0.000</b>	-.4602311	-.3600131
Resto servicios	-1.056521	.0261559	-40.39	<b>0.000</b>	-1.107786	-1.005257
Madrid	.2162114	.0144293	14.98	<b>0.000</b>	.1879306	.2444923
Este	.3632871	.0114988	31.59	<b>0.000</b>	.3407499	.3858242
Sur	.068821	.0167454	4.11	<b>0.000</b>	.0360005	.1016414
Noroeste	.2226353	.0141614	15.72	<b>0.000</b>	.1948795	.2503911
Noreste	.1582473	.016278	9.72	<b>0.000</b>	.1263431	.1901515
Constante	4.6163	5.471518	0.84	0.399	-6.107678	15.34028

Número de observaciones = 118.285

Wald chi2 (18) = 17464.73

Prob &gt; chi2 = 0.0000

Log pseudolikelihood = -71945.125

Pseudo R2 = 0.117

Cuadro 5. Estimación 2, 2008-2012

¿exporta?	Coef.	Robust		P > z	[95% Conf.	Interval]
		Std Err	z			
deuda	-.0005589	.000148	-3.78	<b>0.000</b>	-.0008489	-.0002689
ebitdaactivo	-.0023866	.0010179	-2.34	<b>0.019</b>	-.0043817	-.0003916
ebitdacneg	3.14e-07	1.41e-07	2.23	<b>0.026</b>	3.82e-08	5.90e-07
reconomica	.0047587	.0010651	4.47	<b>0.000</b>	.0026712	.0068462
Rfinanciera	4.12e-06	.0000596	0.07	0.945	-.0001127	.000121
Año	.0272464	.0037325	7.30	<b>0.000</b>	.0199307	.034562
Empleo (50-249)	.4036133	.0109885	36.73	<b>0.000</b>	.3820762	.4251503
Empleo (250-1000)	.5537964	.0236708	23.40	<b>0.000</b>	.5074025	.6001903
Empleo (+ 1000)	.7286729	.0459299	15.86	<b>0.000</b>	.638652	.8186939
Industria	.1433377	.0272673	5.26	<b>0.000</b>	.0898947	.1967806
Construcción	-1.023012	.031836	-32.13	<b>0.000</b>	-1.08541	-.9606148
Distribución comer.	-.4083559	.0273632	-14.92	<b>0.000</b>	-.4619867	-.3547251
Resto servicios	-1.062341	.0279388	-38.02	<b>0.000</b>	-1.117101	-1.007582
Madrid	.2329505	.0153669	15.16	<b>0.000</b>	.202832	.2630691
Este	.344454	.012245	28.13	<b>0.000</b>	.3204542	.3684538
Sur	.0596196	.0178951	3.33	<b>0.001</b>	.0245459	.0946934
Noroeste	.1949696	.0150395	12.96	<b>0.000</b>	.1654928	.2244464
Noreste	.1584714	.017616	9.00	<b>0.000</b>	.1239447	.1929982
Constante	-.54.5894	7.504769	-7.27	<b>0.000</b>	-69.29848	-39.88033

Número de observaciones = 103275

Wald chi2(18) = 15655.33

Prob &gt; chi2 = 0.0000

Log pseudolikelihood = -62660.521

Pseudo R2 = 0.1209

Respecto a las variables de carácter económico-financiero, los resultados obtenidos fueron, en general, altamente significativos y en línea con la teoría y los resultados previos.

En el periodo anterior a la crisis (cuadro 4) todas las variables resultan significativas, salvo la ratio de endeudamiento y el EBITDA sobre la cifra de negocios. El nivel de endeudamiento se muestra como un importante predictor de la actividad exportadora tras la irrupción de la crisis. Hasta el 2007, con las facilidades de acceso al crédito por parte de cualquier empresa, la mayor o menor disposición de recursos financieros ajenos no resultaba significativo para exportar. Esto explica que las variables determinantes sean las rentabilidades (económica y financiera) que permiten sostener la iniciativa de salida al exterior.

Sin embargo, con la reducción del nivel de actividad económica (cuadro 5), la ratio de endeudamiento pasa a ser una variable significativa a la hora de explicar la propensión a exportar, de tal forma que cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento menores son las probabilidades de exportar. Esto es, solo las empresas que durante el periodo de expansión han sabido gestionar adecuadamente la financiación ajena recibida, tienen en la época de crisis mayor posibilidad de hacer frente al mantenimiento de la inversión que supone la actividad exterior.

El EBITDA sobre el importe neto de la cifra de negocios, por el contrario, no parece tener incidencia en la actividad exportadora. La decisión de exportar parece que es tomada por la empresa desde una perspectiva menos coyuntural que la que supone los ingresos brutos obtenidos en el periodo. Tal como se ha explicado antes en el análisis ANOVA (sección 4.2), la disposición de recursos monetarios sólo resulta significativa en una situación de bonanza. Es decir, con independencia de la procedencia de las fuentes de financiación, la variable que explica la decisión de involucrarse en el comercio internacional es la disposición neta de efectivo suficiente respecto al total de inversiones (EBITDA sobre activo), así como disponer de una rentabilidad económica positiva que respalde las inversiones a desarrollar (cuadro 5/estimación 1). En este mismo sentido, es coherente que el indicador de rentabilidad económica en el periodo posterior a la crisis (cuadro 6/estimación 2) sea significativo.

La rentabilidad financiera se configura como una variable significativa en el periodo anterior a la crisis (cuadro 4). La decisión de exportar debe ser respaldada por los shareholders de la compañía, dado el riesgo inicial que supone esta inversión. Sólo las compañías con capacidad para hacer frente al mayor riesgo con una mayor rentabilidad financiera son las que tienen más probabilidades de estar presentes en el comercio internacional. Sin embargo, tras el inicio de la crisis esta variable aparece como no significativa, poniendo de manifiesto la escasa incidencia en la exportación que supuso en este periodo el coste medio del capital ajeno (cuadro 5).

Es decir, la probabilidad de no acceder o seguir con la actividad exportadora no proviene de la incapacidad de hacer frente al pago de los intereses de la deuda asumida, sino de los problemas para devolver los fondos tomados a préstamo. El elevado volumen de deuda adquirido en el periodo de expansión a tipos de interés muy reducidos provoca, en el caso de las empresas que no tenían actividad comercial exterior, deban ahora destinar los flujos de caja obtenidos a devolver las deudas contraídas y, de este modo, restringir o descartar cualquier nueva decisión inversora en el exterior. Por el contrario, en el caso de las empresas que ya tenían compromiso exportador en la fase de incubación de la burbuja, pueden ahora en el período de crisis seguir devolviendo su deuda y mantener la dinámica inversora exterior.

Por su parte, la variable asociada a la tendencia (año) se muestra negativa en la primera estimación, aunque no resulta significativa. A medida que la economía española mostraba signos de desaceleración (ya antes de 2007) menores eran las probabilidades de exportar. Sin embargo, la segunda estimación muestra un comportamiento positivo de la variable, recogiendo el reto e indispensable proceso de venta en el exterior de las empresas españolas como alternativa a la situación de fuerte caída de la demanda nacional.

Por tamaños se aprecia una relación directa entre tamaño empresarial y capacidad exportadora, esto es, a mayor número de trabajadores mayor es la propensión a exportar. Lógicamente, la mayor apertura al exterior que se les presume a estas empresas indica la importancia de la variable del tamaño como un factor para mejorar la competitividad internacional de las empresas españolas.

Si se considera el sector de actividad, tanto antes como después del inicio de la crisis, las empresas que muestran una mayor propensión a iniciar una actividad exterior son las empresas manufactureras, aunque con una probabilidad ligeramente inferior en la etapa de recesión. Por el contrario, el resto de sectores de actividad presenta una probabilidad negativa respecto a las empresas agrarias y extractivas. En concreto, las menores posibilidades de exportar se dan en los servicios no comerciales y en la construcción. Se confirma la tradicional importancia al comercio exterior español de las empresarias agrarias - y su industria alimenticia- así como las empresas extractivas y la industria tradicional. No obstante, las probabilidades de exportar empeoran en el periodo de crisis para las empresas del sector construcción y mejora para las empresas del resto de servicios no comerciales, conforme se ha producido una intensificación de la tercerización de la economía españolas (tanto en términos de empleo como por su aportación al valor añadido).

Finalmente, a nivel regional se confirma como las regiones que concentran la mayor actividad económica del país, ya sea por su situación estratégica o por su larga tradición empresarial, son las que tienen una mayor propensión exportadora. En concreto, la propensión más acentuada se produce en la Comunidad de Madrid, seguida de las regiones de este y la región noreste. No obstante, tras la crisis, destaca el comportamiento de la región de Madrid, al ser la única región en la que se incrementa la probabilidad de exportar en el periodo 2008-2012, y la región del Noroeste donde se reduce sustancialmente la probabilidad de exportar.

## **5. Conclusiones.**

Este trabajo intenta dar respuesta a la pregunta de si el fácil acceso al crédito en el período anterior a la crisis ha tenido consecuencias en la mejora de la competitividad de las empresas españolas. O, si por el contrario, no se empleó en inversión orientada a favorecer un modelo productivo más exportador, que hubiera tenido influencia, por ejemplo, en el tamaño empresarial, el esfuerzo tecnológico o mejoras organizativas. De hecho, para mejorar la capacidad exportadora de nuestro país, las instituciones públicas deberían establecer mecanismos y política de apoyo a las empresas de muy reducido tamaño (microempresas y autónomos) para que incrementen no sólo su dimensión empresarial, sino sus niveles de productividad y de competitividad.

Sobre la anterior pregunta subyace otra de naturaleza más compleja. En concreto, si la benigna convergencia monetaria del euro en el período de auge mundial permitió que las economías menos competitivas del sur europeo progresaran, al menos aparentemente, a través del dinero prestado por sus vecinos del norte, mientras que sus costes laborales unitarios y precios relativos fueron paulatinamente haciéndoles menos competitivos.

La explosión de la burbuja inmobiliaria en España (y otros países) y la emergencia repentina de la crisis impactó de lleno en el sector productivo y la mayoría de las empresas no supieron o no pudieron reaccionar y están sufriendo lo que ha sido denominado “recesión de balances”. Es decir, el fuerte endeudamiento adquirido en la fase expansiva está siendo inexorablemente adelgazado por la mayoría de las empresas. Ello les está impidiendo en la fase de crisis adoptar decisiones de inversión a largo plazo y poder adaptarse a un modelo productivo más competitivo y exportador. Básicamente, sólo han podido salvarse de este proceso las empresas que ya estaban internacionalizadas en el período de incubación de la burbuja, que pudieron aumentar notablemente la exportación a partir de 2009 y, al mismo tiempo, reducir el fuerte déficit de la balanza por cuenta corriente de la economía española.

Junto a otros indicadores complementarios, endeudamiento empresarial y capacidad (o probabilidad) exportadora de las empresas son las dos variables principales que se consideran en el trabajo. Sobre amplias muestras de empresas, se emplean técnicas de análisis económico-financiero, por un lado, y un modelo probit del que se realizan dos estimaciones (período anterior a la crisis y crisis), por otro. Ambas técnicas ofrecen resultados esencialmente convergentes.

Del estudio de indicadores económico-financieros sobre amplias muestras de empresas españolas se desprende que durante el período 2003-2012 las empresas con actividad comercial internacional presentan mejores resultados, tanto en las fases de expansión como de crisis. Sin embargo, se ha observado que entre 2003 y 2007 las empresas sin actividad comercial internacional arrojaron mejores resultados en rentabilidad financiera que las involucradas en actividades de comercio exterior. A partir de 2009, cuando la crisis retrae bruscamente la demanda interna, cambia el esquema y las empresas exportadoras comienzan a presentar una rentabilidad financiera y económica creciente.

Esta distinta configuración de la rentabilidad financiera se explicaría teniendo en cuenta que las empresas sin actividad comercial, durante la incubación y desarrollo de la burbuja, que tenían un acceso fácil y barato al crédito (lo que les permitía financiar la inversión más con recursos ajenos que con fondos propios), carecían de incentivos para modernizarse y competir en el exterior. La fuerte caída de la demanda interna pero también de los costes y salarios que supuso la crisis, llevó consigo que las empresas exportadoras comenzaran a colocarse por delante estimuladas por la demanda externa más activa y los precios más competitivos.

Respecto a la ratio de endeudamiento se aprecia que durante el periodo de expansión, las empresas más endeudadas son las que no tienen relación con el exterior, mientras que las que la mantienen, incluido el grupo de importadoras, presentan un grado de endeudamiento bastante similar y más bajo que aquéllas.

La apuesta por el comercio exterior supone unos costes iniciales importantes, que pueden lastrar en los primeros años la cuenta de resultados de la empresa, así como sus rentabilidades. Si se relaciona el beneficio bruto de las empresas con su volumen de activos (rentabilidad económica), se observa que todas las empresas obtienen una rentabilidad positiva en la fase expansiva. Las dos razones que mejor explicarían este buen comportamiento son, en primer lugar, la facilidad de acceso al crédito que les permitió ampliar su capacidad productiva, en especial de las pequeñas empresas, y en segundo, el fuerte crecimiento de la demanda nacional que permitió un incremento de la cifra de negocios.

Por otra parte, los resultados obtenidos en el modelo econométrico fueron, en general, altamente significativos y en línea con la teoría y los resultados gráficos y del análisis ANOVA previos. El nivel de endeudamiento emerge como un importante predictor de la actividad exportadora de las empresas tras la irrupción de la crisis, ya que en el periodo anterior, con las facilidades de acceso al crédito, la disposición de recursos financieros ajenos no resultaba significativa para exportar o desarrollar una actividad exterior. Antes de la crisis, los factores más explicativos para tomar la decisión de exportar son la disposición de un excedente de explotación necesario con independencia de la forma de financiación elegida. Pero con el estallido de la burbuja inmobiliaria y explosión de la crisis en la economía productiva cambia radicalmente el panorama:

únicamente las empresas que se encuentran menos expuestas a los efectos del desapalancamiento son las que consiguen mantenerse en el sector exterior.

Resumiendo, con independencia de otros factores, cuanto menor sea el nivel de endeudamiento y mayor la rentabilidad económica, mayor será la probabilidad de exportar.

### **Bibliografía.**

Bellore, F., Musso, P., Nesta, L. and Schiavo, S. (2010), “Financial constraints and Firm Export Behaviour”, *The World Economy*, 33 (3), 347-373.

Cleary, S. (2006), “International Corporate Investment and the Relationship between Financial Constraints Measures”, *Journal of Banking and Finance*, 30, 5, 1159-1180.

European Central Bank (2009 a 2013), *Survey on the Access to Finance of the SMEs*, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

European Commission (2005), *SME Access to Finance*, Flash Eurobarometer [http://ec.europa.eu/public\\_opinion/flash/fl174\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/public_opinion/flash/fl174_en.pdf) (access April 9th 2014).

European Commission (2009 a 2013), *Survey on the Access to Finance of the SMEs in de Euro Area*. <http://www.ecb.europa.eu/>

Fazzani, S., Hubbard, G. and Petersen, B. (1988), “Financial Constraints and Corporate Investment”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 141-195.

Fernández, M. J. (2013), “Las exportaciones como impulsoras de la recuperación económica”, *Cuadernos de Información Económica*, 234, 39-45.

Greenspan, A. (2013), *The Map and the Territory*, The Penguin Press, New York.

Kadapakkam, P.-R., Kumar, P. and Riddick, L. (1998), “The Impact of Cash Flow and Firm Size on Investment: The international Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 22, 3, 293-320.

Koo, R. (2011), “The world in balance sheet recession: causes, cure and politics”, *Real-World Economics Review*, 58, 19-37.

Koo, R. (2011), “Ultimate costs of QE and the euro crisis”, *Nomura Equity Research*, Nov. 26, 2013.

Koo, R. (2013), *Act now!*, in *The Global Manifesto for Economic Policy*, Western Verlag, Frankfurt, 2013. Spanish versión: *Recesiones de balance y crisis*



*económica mundial, en ¡Actúen ya!, un manifiesto global para recuperar nuestras economías y salir de la crisis*, Ed. Planeta, Barcelona, 2014.

Maudos, J. (2014), “Tamaño empresarial y acceso a la financiación bancaria”, *Cuadernos de Información Económica*, 240, 35-46.

Peña, D. (2002), *Análisis de datos multivariantes*, Ed. McGraw-Hill, Madrid