

Documento de Trabajo, Nº 15/09
Madrid, abril de 2015

Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona

Santiago Fernández de Lis

José Félix Izquierdo de la Cruz

Ana Rubio González

Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona

Santiago Fernández de Lis Alonso, José Félix Izquierdo de la Cruz y Ana Rubio González

Marzo de 2015

Resumen

La crisis financiera internacional se ha reflejado en un aumento de los tipos de interés del nuevo crédito a las empresas, en particular en los países periféricos y en el caso de las pymes. En este documento se analiza la formación de los precios del crédito en dos países de la periferia, España e Italia, y un país central, Francia. Las medidas que comenzaron a implantarse de forma coordinada a nivel europeo en el verano de 2012, como la política monetaria expansiva o la unión bancaria, ayudaron a mitigar la fragmentación financiera. Sin embargo, la peor calidad crediticia de las empresas en la periferia contrapesó esta tendencia y los tipos del crédito se mantuvieron elevados. Durante 2014, la recuperación económica y la caída de la mora han ayudado a que la calidad crediticia pierda importancia en la formación de los tipos de crédito, que han comenzado a disminuir en España e Italia. A futuro, es fundamental avanzar hacia una mayor integración de los mercados europeos, en los que el coste de financiación de las empresas dependa de su calidad crediticia y no de su localización geográfica.

Palabras clave: Crédito, pymes, tipo de interés, unión bancaria, política monetaria

JEL: E42, E43, E44, E51, E52, F36

1 La fragmentación financiera

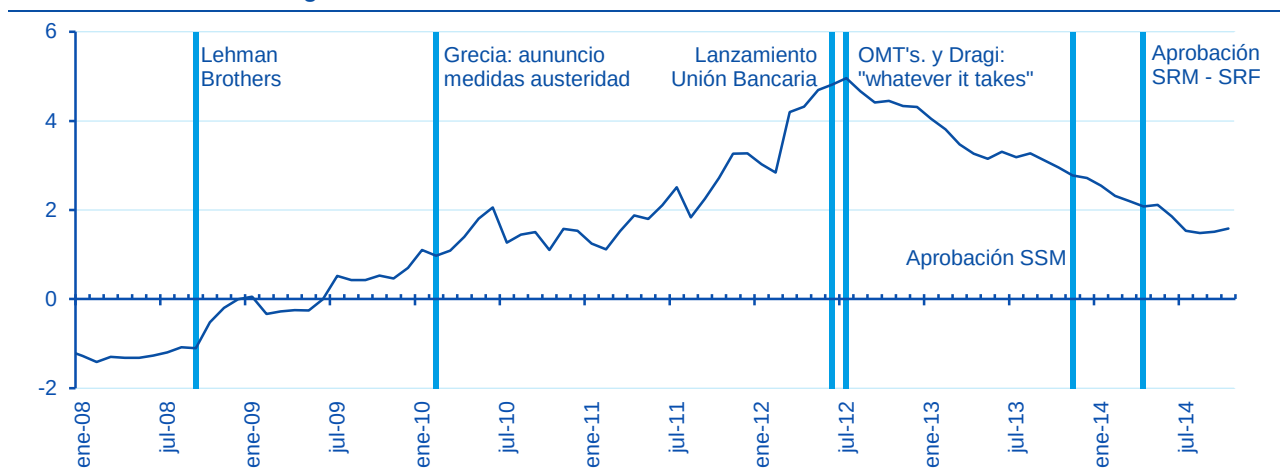
La reciente crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto importantes debilidades de la economía global en términos generales, y en particular de la Eurozona. Entre las segundas, un síntoma evidente de vulnerabilidad lo constituye la fragmentación de los mercados financieros europeos, que con los primeros compases de la crisis empezaron a operar mucho más como heterogéneos mercados nacionales que como una unión monetaria.

La crisis elevó sustancialmente la incertidumbre sobre la verdadera situación de las economías, y en concreto sobre la de las entidades financieras. No estaba claro quién poseía los “activos tóxicos” originados en los Estados Unidos, quién estaba más expuesto a los mercados más volátiles o, en última instancia, qué entidades financieras escondían activos problemáticos en sus balances, presumiblemente con la aquiescencia de su supervisor. En ese marco, la actividad cross-border en el mercado mayorista se paralizó (incluso entre países centrales y no sólo entre los centrales y la periferia, más vulnerable), disminuyeron drásticamente las operaciones en el mercado interbancario y se redujo el uso de colaterales extranjeros (por ejemplo en las operaciones con el Eurosistema). Este fue el caldo de cultivo del círculo vicioso bancario soberano, por el que las condiciones en las que el mercado prestaba a las entidades financieras dependían de dónde tuvieran localizada su matriz más que de sus fundamentales, bajo el supuesto de que la solvencia de las entidades dependía de si su soberano iba a ser capaz de rescatarlas llegado el caso. De manera inversa, los soberanos con sistemas financieros vulnerables también se vieron contagiados, como en el caso de Irlanda, por el supuesto de que una crisis bancaria acabaría arrastrando a las finanzas públicas. En este contexto, las entidades financieras de países periféricos (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, principalmente) vieron restringido su acceso a los mercados internacionales de capitales o vieron cómo las condiciones que se les aplicaban empeoraban considerablemente. También las condiciones a las que estas entidades prestaban a los agentes nacionales se vieron afectadas, como se comprobará más adelante en esta nota.

Estas tendencias han intentado resumirse en el Indicador Sintético de Fragmentación Financiera de BBVA Research (gráfico 1), que utiliza datos de los diferenciales de la deuda soberana, los tipos de interés del crédito a empresas y familias, el suministro de liquidez por el Eurosistema y los saldos en Target-2. El indicador parte de unos valores muy reducidos antes del colapso de Lehman Brothers, que probablemente vienen influenciados por la minusvaloración del riesgo previa a la crisis, y escala rápidamente para alcanzar su máximo durante el verano de 2012.

Gráfico 1

Indicador Sintético de Fragmentación Financiera



Fuente: BBVA Research

¿Qué factores ayudaron a reconducir la fragmentación financiera a partir de ese momento? Básicamente dos: la disposición del BCE a adoptar las medidas necesarias para evitar la ruptura del euro y la unión bancaria.

En primer lugar, el anuncio por parte del Gobernador del BCE, Mario Draghi, de que se haría “lo que fuera necesario” para preservar el euro fue suficiente para generar un cambio de tendencia en las primas de riesgo soberanas, que llevó a un estrechamiento de los diferenciales entre el centro y la periferia y que se trasladó a todo tipo de activos financieros.

El segundo factor que ha resultado ser crucial para la reducción de la fragmentación ha sido la Unión Bancaria europea. El que se disponga de una regulación, un mecanismo de supervisión y un mecanismo de resolución comunes ha ayudado a aumentar la confianza en la robustez de los sistemas financieros europeos, fomentando así la operativa transfronteriza dentro de la UE. Esto no significa que se pueda reducir el esfuerzo reformador, pues aún quedan importantes puntos pendientes, como completar la Unión Bancaria (armonización de definiciones como la del capital, un fondo de garantía de depósitos común, un mecanismo público común que actúe como *backstop*...), avanzar hacia una unión fiscal y la Unión del Mercado de Capitales. Al final del camino, las condiciones de la financiación deben depender de la calidad crediticia del cliente, y no del país en el que se encuentre.

Tampoco está claro cuál es el nivel de equilibrio del índice de fragmentación financiera. Por una parte, previsiblemente el nivel de llegada deberá ser superior al pre-crisis, caracterizado por una acusada minusvaloración de los riesgos y una liquidez que parecía ilimitada. Por otra, el que las entidades de países como España reciban un 30% de la liquidez regular del BCE, teniendo una clave de capital de alrededor de un 13% indica que hoy aún existe fragmentación financiera, y que el índice debe reducirse desde los niveles actuales.

Ahora bien, ¿se ha trasladado esta mejora en los índices de fragmentación, y especialmente en los diferenciales de riesgo país, a las condiciones del crédito bancario que se concede a las empresas no financieras¹? Como se puede apreciar en el gráfico 2, hasta ahora sólo parcialmente y con un cierto retraso. Mientras que la fragmentación financiera comenzó a decaer en el verano de 2012, los tipos del crédito a empresas en países periféricos (como España o Italia), que eran muy superiores a los de los países

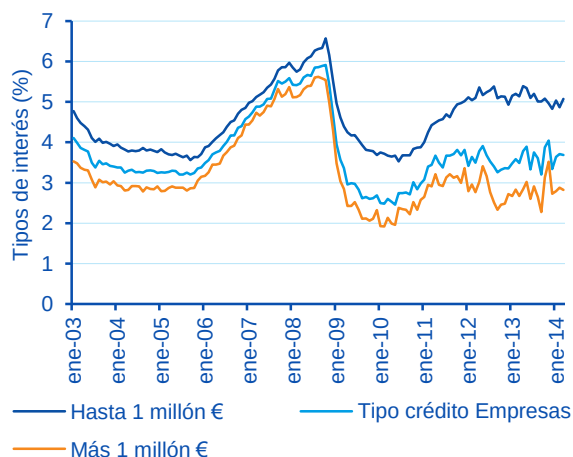
1: Se toma como referencia el crédito a empresas porque éste es clave para soportar la actual incipiente recuperación económica.

centrales (como Francia), sólo le siguieron a partir de 2014, y sus reducciones son aún modestas. Esto se aplica tanto a los préstamos a pymes (de los que no existe serie estadística, pero que se aproximan con los préstamos hasta un millón de euros) como a los préstamos a grandes empresas (préstamos de más de un millón de euros).

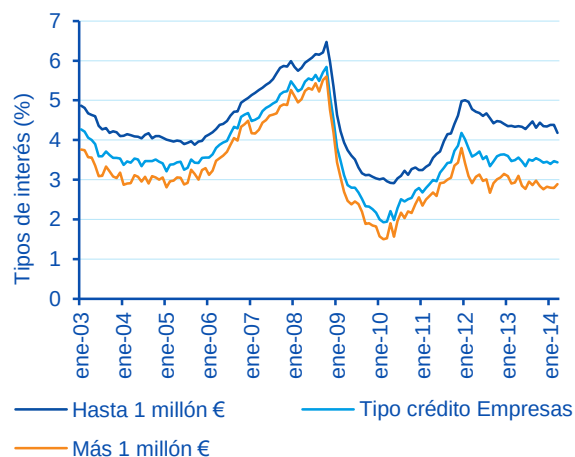
Gráfico 2

Tipos de interés de crédito a empresas. Nuevas operaciones. Porcentaje

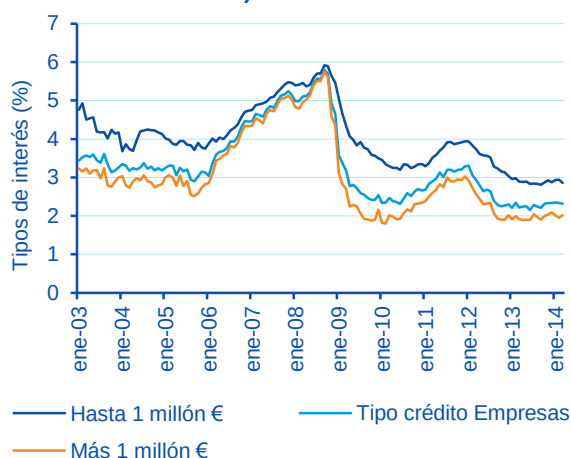
a) España



b) Italia



c) Francia



Fuente: BCE

El motivo de estas divergencias es que existen otros factores nacionales que han contrapesado esta tendencia. Aún existen diferencias importantes entre el precio del crédito a pymes en países periféricos y centrales, siendo menor la brecha en el caso de las grandes empresas, que disponen de otras vías de financiación alternativas al crédito bancario y tienen una operativa más internacional. En las próximas secciones se exploran cuáles son los determinantes de los tipos del crédito, cómo han evolucionado en el pasado reciente y qué se espera que hagan a partir de ahora.

2 Los tipos de interés del crédito y sus determinantes

Desde un punto de vista teórico, en la formación de los tipos de crédito intervienen distintos conceptos: a) el tipo de interés sin riesgo, asociado al coste oficial del dinero que ofrece la autoridad monetaria, b) el coste de financiación, asociado al coste marginal de la principal fuente de financiación y el riesgo país asociado al riesgo soberano, c) el coste del riesgo de crédito, d) el coste operacional, e) las comisiones y f) el margen.

Como no se dispone de series fiables que sinteticen todos estos factores, se han utilizado otras variables similares. Con ellas se han estimado modelos econométricos de tipo mecanismo de corrección del error (MCE) cuya estructura de largo plazo es²:

$$\text{Tipo crédito empresas}_t = \text{constante} + \beta_1 \text{tof}_t + \beta_2 \text{spr12m}_t + \beta_3 \text{spr_uem}_t + \beta_4 \text{spr_sob}_t + \beta_5 \text{tme}_t \quad [1]$$

donde,

- β_1 es la sensibilidad del coste del crédito a empresas a los tipos oficiales de la política monetaria del BCE (tof). Cuanto más caro sea financiarse en el BCE, más repercutirán los bancos este coste a las empresas.
- β_2 es la sensibilidad al coste marginal de financiación interbancaria ($\text{spr12m} = \text{euribor12m} - \text{tof}$). En principio, este coste para los bancos (por encima del de la liquidez del BCE) también se trasladaría a las empresas de su clientela.
- β_3 es la sensibilidad al coste de financiación teórico que se tendría en una unión monetaria perfecta ($\text{spr_uem} = \text{tipos largos UEMp} - \text{euribor12m}$)³. Esta medida aproxima el coste de financiarse en los mercados por pertenecer a la UEM, que también se trasladaría a la clientela (para más detalle, véase anexo III).
- β_4 es la sensibilidad al coste de financiación de largo plazo de cada soberano ($\text{spr_sob} = \text{tipos largos país} - \text{tipos largos UEMp}$). El que la matriz de un banco esté en un país concreto dentro de la UEM tiene influencia en su coste de financiación, y por tanto en el de su clientela.
- β_5 es la sensibilidad al riesgo de crédito, que se aproxima con la tasa de mora de las empresas⁴ (tme), de la que no se dispone de series separadas para pymes y grandes empresas. En principio sería razonable que el coste del crédito bancario fuera más elevado en un país en una peor situación económica y con unas peores perspectivas para sus empresas, lo que eleva el precio de su crédito.
- y la constante intentará recoger el resto de los aspectos, que se pueden identificar con la política comercial de las entidades financieras⁵.

Otro factor que potencialmente podría tener una influencia en los tipos de crédito es la presión regulatoria. Los reguladores de todo el mundo han reaccionado a la crisis endureciendo requisitos ya existentes, como el capital, o introduciendo otros nuevos, como el ratio de Total Loss Absorption capacity (TLAC) para asegurar la absorción de las pérdidas en caso de crisis (bail in) o los fondos de resolución europeos. Las entidades están teniendo que hacer un esfuerzo importante para cumplir estos nuevos requisitos, y es de suponer que una parte de este coste puede acabar repercutiéndose a sus clientes. Sin embargo, la

2: Véase “¿Cómo se forman los tipos de crédito en los países de la UEM?

<https://www.bbva.com/publicaciones/observatorio-sistemas-financieros-como-se-forman-los-tipos-de-carteras-de-credito-en-los-paises-de-la-uem/>

3: La UEM no es un espacio monetario perfecto y el riesgo soberano específico de cada país se ha convertido en un factor determinante a la hora de discriminar el precio y la facilidad de financiación de cada país a partir de la primavera de 2010. Así, los países del núcleo y norte de Europa han reducido su riesgo soberano por debajo de lo que les correspondería, y los países periféricos han visto aumentar significativamente sus costes y disminuir su acceso a la financiación (véase anexo III para una explicación más detallada).

4: La tasa de mora de la cartera de empresas se dispone con periodicidad trimestral para España y Francia, por lo que se ha procedido a interpolar mensualmente, tomando como indicador la tasa de mora del total de crédito al sector privado, que sí está disponible mensualmente. Además para España ha sido necesario corregir el efecto de traspaso de activos al banco malo SAREB.

5: Aunque la política comercial ha variado en el tiempo, y en particular desde el inicio de la crisis, por simplicidad se ha decidido incluir en una constante.

dificultad de encontrar un indicador que sintetice esta presión regulatoria por países hace que las estimaciones no sean totalmente satisfactorias, por lo que se presentan en el anexo I de este documento.

Además, se ha incorporado una variable dummy para corregir una discontinuidad en las series de tipos de interés de crédito en junio de 2010, que viene causada por un cambio metodológico en su construcción que introdujo el Reglamento 290/2009 de la Comisión Europea.

El cuadro 1 muestra los resultados de la estimación de la ecuación [1] para los tipos de nuevas operaciones del crédito a empresas en España, Italia y Francia de enero 2003 a marzo 2014. Las estimaciones señaladas como '--', no son significativamente distintas de cero al 5% de confianza, por lo que han sido eliminadas.

Cuadro 1

Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas. Elasticidades de largo plazo

Multiplicadores de largo plazo	España						Italia						Francia					
	Tot.	Lag	Hasta 1 millón	Lag	Más 1 millón	Lag	Tot.	Lag	Hasta 1 millón	Lag	Más 1 millón	Lag	Tot.	Lag	Hasta 1 millón	Lag	Más 1 millón	Lag
Polít. Comercial	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0,93	--	1,55	--	0,47	--
Tipo Oficial	1,26	0	1,37	0	1,19	0	1,12	0	1,26	0	1,19	0	1,06	0	0,79	0	1,13	0
Spread Euribor 12m	0,66	0	0,83	0	0,58	0	--	--	--	--	0,37	0	0,77	0	1,19	0	0,86	0
Spread UEM	0,25	2	0,41	2	0,13	1	--	--	0,18	1	--	--	0,26	2	0,28	3	0,22	2
Soberano	0,14	1	0,70	2	0,06	1	0,50	1	0,69	1	0,37	1	--	--	--	--	-0,20	1
Tasa Mora Empresas	0,11	4	0,12	3	0,09	4	0,20	2	0,21	2	0,16	1	--	--	--	--	--	--
Periodo ajuste (meses)	2,9		7,3		1,9		5,0		5,8		3,2		2,8		5,2		2,3	

Fuente: BBVA Research

En la tabla se muestran los resultados de la estimación⁶ de la ecuación para el crédito a pymes, grandes empresas y el total de las empresas. En este último caso se muestra un ponderado de los resultados de pymes y grandes empresas, que aparece como no significativo si lo es alguno de sus componentes.

El término constante no es significativo en los países periféricos, pero sí en Francia. Esto podría suponer que en este país se repercuten al cliente factores como el coste de la operación o un mayor margen. Estos efectos también podrían estar captados por el multiplicador de los tipos oficiales del BCE, que es muy elevado (superior a la unidad) en la mayoría de las carteras en España e Italia.

La sensibilidad de los tipos a los factores comunes entre países (tipo oficial, euribor y spread UEM) es heterogénea entre países, pero no parece mostrar un patrón distinto entre países periféricos y centrales.

Cabe resaltar la dispersión de los multiplicadores del tipo del crédito a grandes empresas al riesgo soberano en la periferia. El precio del crédito a pymes en España e Italia es igual de sensible, con un multiplicador de 0,7. Sin embargo, en grandes empresas el multiplicador es 0,06 en España y seis veces más, 0,37 en Italia. Por tanto, pareciera que las grandes empresas italianas están más penalizadas por estar radicadas allí, más en línea con las pymes del país.

Como era de esperar, el riesgo de crédito de las empresas (aproximado por su tasa de mora) tiene un efecto importante en España e Italia, pero no en Francia⁷. El riesgo empresarial en los países periféricos, que en parte viene influenciado por la situación de sus economías, hace que los precios del crédito sean

6: Para más detalle sobre la consistencia de las estimaciones, véase anexo II.

7: Aunque sí se ha detectado en los términos de corto plazo.

más elevados. De hecho, el efecto es similar para pymes y grandes empresas, pero ligeramente más importante en Italia que en España, con multiplicadores de alrededor de 0,2 y 0,1, respectivamente. Por tanto, por cada punto porcentual de mora aumentan los tipos 20 puntos básicos en Italia y 10 en España. También es relevante el que la tasa de mora afecte a los tipos de crédito con un retraso de sólo un mes en Italia y cuatro en España, lo que podría indicar que en nuestro país las entidades son más lentas a la hora de recoger los deterioros o las mejoras de la calidad crediticia en los precios del crédito.

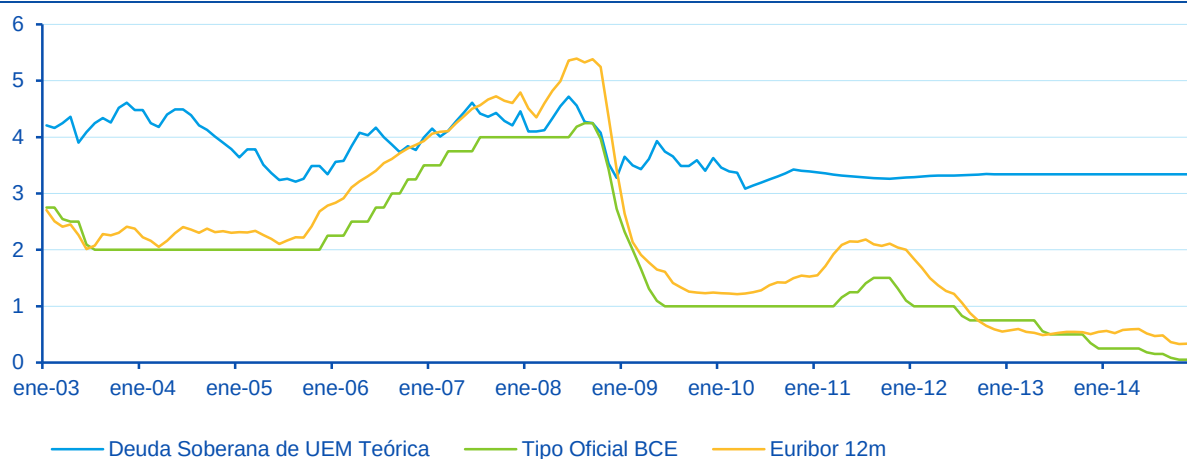
En resumen, las estimaciones muestran una importante disparidad en la transmisión de la política monetaria a los precios de los créditos y que en los sistemas financieros español e italiano el riesgo de crédito ha jugado un papel importante en los tipos.

3 ¿Por qué no se han reducido más los tipos del crédito?

Durante la crisis los tipos de interés del crédito a empresas y sus determinantes han tenido evoluciones diferentes en países periféricos y centrales, como se observa en el gráfico 4. En todos los países, los tipos de crédito tuvieron una evolución muy ligada al euríbor hasta finales de 2008. A partir de ese momento, las primas de riesgo soberanas y las tasas de mora de las empresas comenzaron a mostrar una tendencia creciente en los países periféricos, impulsando el tipo del crédito a empresas. Esto no ocurrió en Francia, donde la subida de la prima soberana se retrasó hasta 2011 y fue de mucha menor magnitud, y donde la tasa de mora apenas se incrementó en un punto y medio porcentual.

Gráfico 3

Tipos de interés de referencia, Porcentajes



Fuente: BCE, Haver y BBVA Research

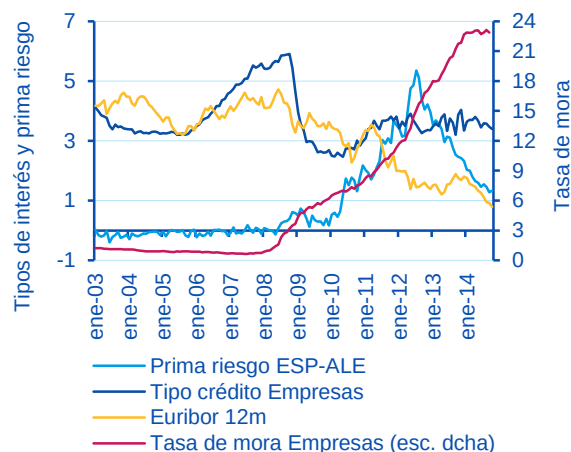
A mediados de 2012 y coincidiendo con las declaraciones del BCE de que harían lo que fuera necesario para preservar el euro y con los primeros pasos de la Unión Bancaria, las primas de riesgo soberanas de todos los países analizados comenzaron a caer, mitigando su presión sobre los tipos de crédito. Sin embargo, las tasas de mora periféricas continuaron creciendo e impulsando los tipos de crédito, pero mientras en España la tasa se estabilizó a finales de 2013 en Italia la tendencia sigue siendo creciente.

En el caso francés, factores como el riesgo soberano o la tasa de mora han tenido una evolución más plana, y por tanto una menor influencia sobre los tipos del crédito.

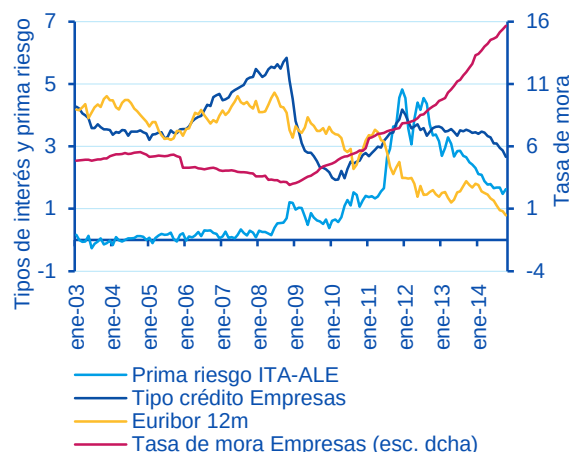
Gráfico 4

Tipos de interés del crédito a empresas y sus determinantes

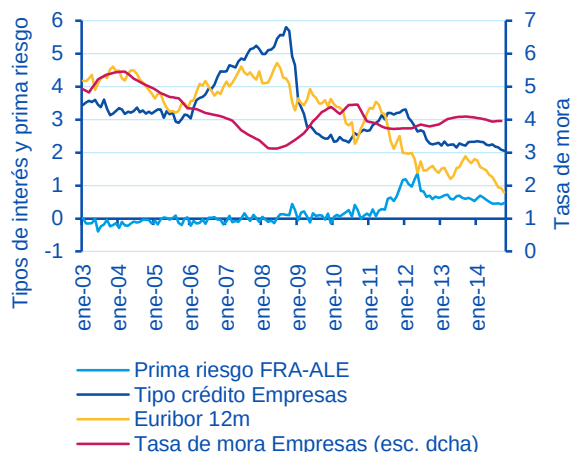
a) España



b) Italia



c) Francia

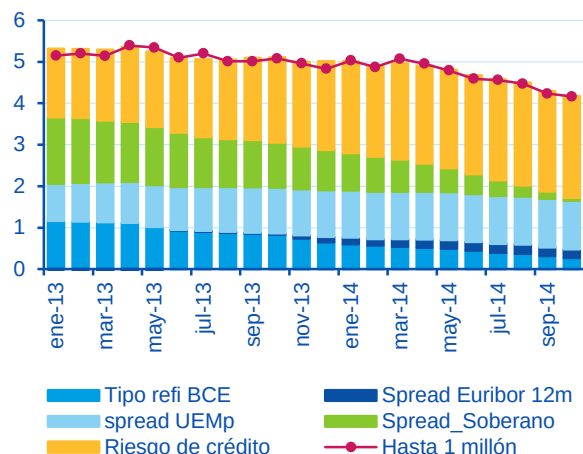
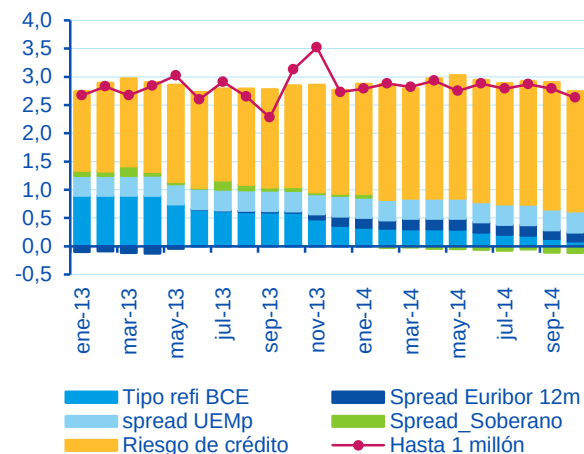


Fuente: BCE, BdE, Bdl, BdF, BBVA Research

Para analizar el impacto de cada uno de los determinantes en la evolución de los tipos del crédito, se pueden utilizar sus contribuciones.

Para el caso español (gráfico 5), se observa que el precio del crédito a pymes se mantuvo constante hasta principios de 2014 porque la reducción de factores como el riesgo soberano o el tipo oficial del BCE vino compensada por el mayor riesgo de crédito de los clientes. A partir de 2014, este último factor se estabilizó, lo que permitió que se abaratara el crédito. En el caso de grandes empresas, el factor más importante para que los tipos del crédito se reduzcan ha sido el tipo oficial, ya que estos clientes no están tan afectados por el riesgo soberano. La tasa de mora de las empresas ha venido contrapesando esta tendencia hasta fechas muy cercanas.

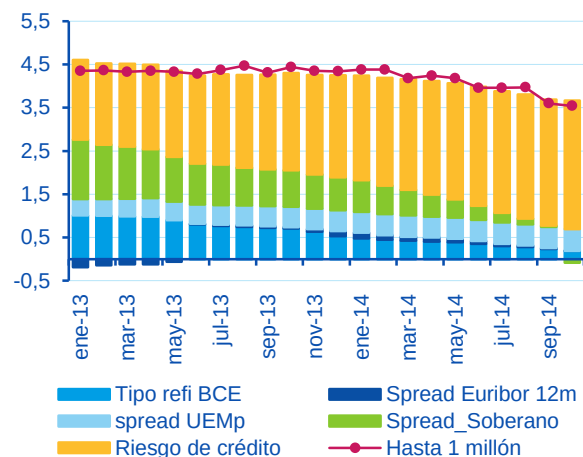
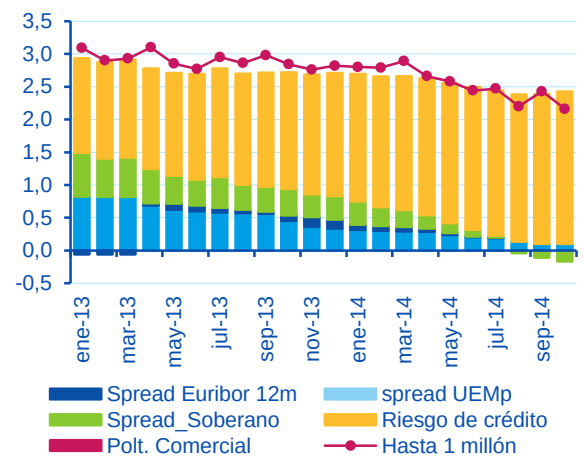
Gráfico 5

España: tipos de interés del crédito a empresas (%). Contribuciones a los determinantes
a) Hasta 1 millón €

b) Más de 1 millón €


Fuente: BBVA Research

En el caso italiano (gráfico 6), a semejanza de lo ocurrido en el caso español la presión del riesgo de crédito ha compensado la favorable evolución del riesgo soberano y los tipos del BCE, tanto para pymes como para grandes empresas. A diferencia del caso español, la tasa de mora aún no se ha estabilizado, pero sus aumentos ya no son suficientes para compensar la mejor evolución del resto de factores.

Gráfico 6

Italia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Contribuciones a los determinantes
a) Hasta 1 millón €

b) Más de 1 millón €


Fuente: BBVA Research

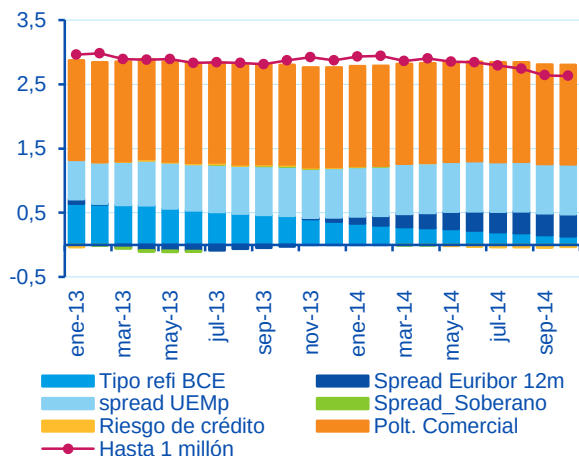
En el caso francés (gráfico 7) el tipo del crédito a pymes está dominado por la evolución de la política comercial (coste operacional, comisiones, margen...), y la favorable evolución del tipo del BCE ha sido compensada por la mayor contribución del euribor a lo largo de 2014. Previsiblemente, la importancia del término de política comercial limitará el recorrido a la baja de este tipo de interés.

Se aprecia un comportamiento similar en los tipos del crédito a grandes empresas, aunque la importancia de la política comercial es más limitada. Por componentes la evolución es similar: se aprecia una caída de los tipos de referencia del BCE que se ha visto compensada por la evolución del euribor.

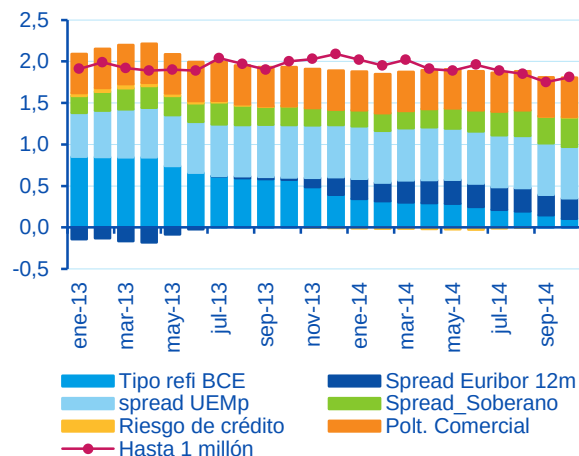
Gráfico 7

Francia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Contribuciones a los determinantes

a) Hasta 1 millón €



b) Más de 1 millón €



Fuente: BBVA Research

En definitiva, la menor fragmentación financiera ha tenido una influencia significativa en moderar el precio del crédito para las empresas de los países periféricos. Sin embargo, su efecto ha sido retrasado y parcial porque ha venido contrapesado por otro factor, el riesgo de crédito de las empresas. Sólo en 2014 se han apreciado los primeros signos de moderación en el tipo de interés del crédito de los periféricos, en el caso español después de que la tasa de mora se estabilizara.

De cara al futuro, los factores que en primer lugar tuvieron influencia en la reducción de los tipos del crédito -- la política monetaria expansiva y la unión bancaria --, seguirán en vigor durante un periodo de tiempo prolongado. De hecho, estas medidas se reforzarán con las subastas TLTROs, ahora con un precio más reducido, la compra de activos vía el Quantitative Easing, y el avance hacia la unión bancaria. El riesgo de crédito de las empresas, una vez que la situación económica de los países periféricos está mejorando y que la gestión activa de la mora por parte de las entidades bancarias va a continuar, seguirá siendo un factor decisivo para la mejora de las condiciones de financiación.

4 Conclusiones

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto que los mercados europeos no estaban tan integrados como podía parecer, lo que supuso un impacto heterogéneo por países sobre el tipo de interés al que las empresas accedían a la financiación bancaria. Las empresas de los países periféricos vieron como sus condiciones de financiación eran mucho peores que las de las empresas de los países centrales. No fue hasta el verano de 2012 que empezaron a tomarse medidas que fueron efectivas para reducir estas diferencias: una autoridad monetaria comprometida plenamente con la defensa de la integridad del euro y una unión bancaria. Y fueron las políticas coordinadas a nivel europeo las que tuvieron éxito, luego se necesita más Europa, y no menos.

Sin embargo, aunque estas políticas han sido muy efectivas para limitar la fragmentación financiera, este efecto sólo se trasladó de manera parcial y retrasada a los tipos de interés del crédito de los países periféricos. Esto sucedió porque otro factor estaba contrapesando esta tendencia en los países periféricos: el riesgo de crédito de las empresas, en el marco de unas economías muy afectadas por la crisis. Durante 2014 este factor, representado por la tasa de mora de las empresas, ha empezado a experimentar una ligera mejora, por lo que ha dejado de actuar de contrapeso a la mejora de la fragmentación financiera en España e Italia, lo que ha permitido que los tipos del crédito a empresas hayan comenzado a reducirse en ambos países.

En el caso español, la calidad crediticia de los activos está mejorando. La tasa de mora del sistema ha entrado en una senda de reducción que se espera continúe en los próximos trimestres. El numerador del ratio lleva más de un año disminuyendo mes a mes, lo que está permitiendo contrapesar la caída del denominador, causada por el necesario desapalancamiento del sector privado español. En el caso de las pymes, el nuevo crédito está aumentando, y es de suponer que los nuevos préstamos tienen una calidad crediticia superior una vez dejada atrás la minusvaloración de los riesgos pre-crisis y en el marco de una economía en recuperación. En el caso de las grandes empresas, las nuevas operaciones siguen decayendo, dado que estos agentes cuentan con otras alternativas de financiación, como los mercados mayoristas o los fondos propios, pero la gestión de las carteras también está permitiendo que se reduzca su tasa de mora. Después de la reestructuración del sistema financiero español y el gran esfuerzo realizado por las entidades para limpiar sus balances, se ha conseguido entrar en una senda sostenida de reducción de la tasa de mora, y los buenos resultados obtenidos en los recientes ejercicios de análisis de la calidad de los activos y test de estrés realizados por el BCE así lo demuestran.

En particular, las pymes fueron las que más sufrieron los efectos de la fragmentación financiera en los tipos de su crédito, al ser más dependientes del crédito bancario. Fomentar que aumente el tamaño de estas empresas (especialmente en países como España, donde su tamaño medio es inferior al europeo), y que accedan a otras fuentes de financiación complementarias (venture capital, mercados mayoristas, capital riesgo...) sería positivo para aumentar su resistencia a las crisis.

A futuro, el que se siga trabajando en implementar políticas monetarias expansivas y en finalizar el proyecto de la unión bancaria, junto con la mejora de la tasa de mora (a la que ayuda la mejor situación económica de la periferia), harán que los tipos del crédito en los diferentes países de la Eurozona sigan convergiendo. En el límite, en una unión bancaria perfecta, las condiciones del crédito dependerán de los fundamentales de las empresas y no del país donde éstas se radiquen.

Es importante que las bases que se pongan para construir una Eurozona cada vez más cohesionada sean fuertes, de modo que la fragmentación financiera no vuelva a aumentar durante las próximas crisis. Positivo en ese sentido sería que aumentara la consolidación de la industria bancaria europea, siendo los bancos transnacionales una garantía más de la unión de los mercados europeos. Para que ello ocurra, es fundamental que se siga avanzando en homogeneizar normativas como la fiscal, los sistemas de pagos o la protección del consumidor, fomentando así la integración de la banca minorista europea.

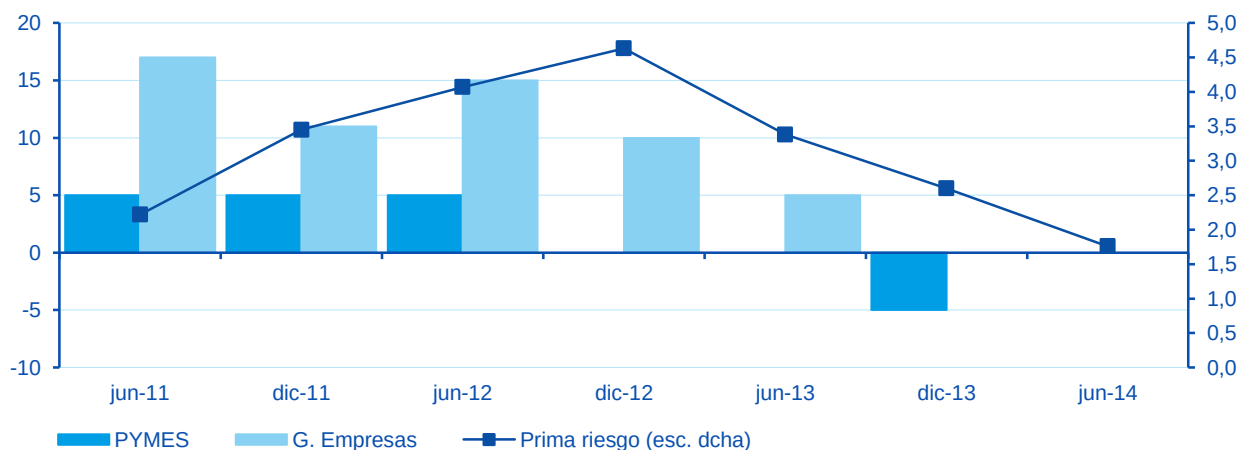
5 Anexo I: El impacto de la presión regulatoria

Las entidades financieras suelen señalar a la presión de la regulación como una de sus principales preocupaciones. Los reguladores de todo el mundo han endurecido sus requisitos para aumentar la resistencia del sector ante futuras crisis y evitar un rescate público de las entidades o minimizar su coste para el contribuyente. Así, se han aumentado la cantidad y calidad del capital necesario, reforzado la gobernanza, impuesto restricciones sobre el tamaño de las entidades, propuesto la separación de las actividades mayoristas y minoristas... etc. Las entidades tienen que hacer frente a todos estos requisitos, sobre los que no se ha realizado un análisis de impacto global, lo que podría estar detrayendo recursos para que se conceda más crédito y en mejores condiciones.

Ante la dificultad por encontrar una variable que simbolice el incremento de la presión regulatoria, se ha optado por utilizar la preocupación declarada por las entidades debido a la regulación. Desde 2011 la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) que realiza el BCE incorpora una pregunta ad-hoc de periodicidad semestral: "¿qué repercusiones tienen las nuevas medidas regulatorias y supervisoras que afectan al capital, sobre los criterios de aprobación de préstamos?", para pymes y grandes empresas. Como se observa en el gráfico 8, el impacto es diferente para pymes y grandes empresas. En el caso de las pymes, la regulación tuvo impacto hasta mediados de 2012 y mucho menos desde entonces. De hecho, la directiva de capital CRD IV incluyó una rebaja del consumo de capital del crédito a pymes frente a la propuesta inicial⁸. Aunque esta medida no se aprobó hasta mediados de 2013, ya era conocida un año antes. En el caso de las grandes empresas, la regulación parece tener un impacto significativo hasta mediados de 2013, para relajarse desde entonces, en línea con las tensiones en la prima de riesgo soberana.

Gráfico 8

España. Repercusiones de las últimas medidas regulatorias y supervisoras sobre capital, sobre los criterios de aprobación de préstamos⁹ y prima de riesgo soberana



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

8: La ponderación de riesgo de las exposiciones minoristas en método estándar o métodos internos se multiplica por 0,7619 (el ratio del requisito de capital anterior, 8%, entre el nuevo, 10,5% con buffer de conservación) para mantener el consumo de capital.

9: Indicador de difusión = % de entidades que indican un considerable endurecimiento de los criterios x 1 + % de entidades que indican cierto grado de endurecimiento x 1/2 - % de entidades que indican cierto grado de relajación x 1/2 - % de empresas que indican una relajación considerable x 1.

Se ha testado la importancia de este factor en la formación del tipo de interés del crédito a empresas incorporándolo como un factor explicativo más en la ecuación [1], cuyos resultados están en el cuadro 2. Para pymes, por cada punto que aumenta la preocupación por la regulación, aumenta 11 puntos básicos (p.b.) el tipo de interés del crédito. Las elasticidades del resto de factores no se han visto prácticamente alteradas, salvo la de prima de riesgo soberana, que se reduce. Esto podría deberse a que la evolución de ambas variables es similar, aumentando la preocupación por la regulación en un periodo de creciente incertidumbre y con la prima de riesgo al alza. Se estima que en el periodo 2011-2012 los tipos del crédito a pymes han sido 0,46 puntos porcentuales más elevados en media por la presión regulatoria.

En el caso de grandes empresas, la regulación no parece ser significativa en el largo plazo (sólo en el corto plazo, y con un impacto reducido), y las elasticidades del resto de variables no se han visto alteradas. Por tanto, el precio del crédito a estos agentes parece depender más de lo que se negocie entre ellos y la entidad, y las entidades no les repercuten el mayor coste de cumplir con la nueva regulación. En cualquier caso, el efecto de la regulación puede haberse visto mitigado por otros factores que constriñeron a la baja el precio de los créditos, como los bajos tipos de interés oficiales, el abaratamiento del fondeo dadas las políticas extraordinarias del BCE o el hecho de que mayoritariamente se otorgaran créditos a clientes con una mejor calidad crediticia, a los que se ofertan tipos menores.

Cuadro 2

España. Tipos de interés del crédito a empresas. Elasticidades de largo plazo**a) Hasta 1 millón €**

	Sin regul.	Con regul.
Tipo oficial	1.37	1.34
Spread Euribor 12	0.83	0.89
Spread soberano	0.70	0.38
Tasa de mora emp.	0.12	0.13
Regulación	np	0.11
Periodo ajuste (meses)	7.3	6.1
R-Bar ²	0.76	0.78

b) Más de 1 millón €

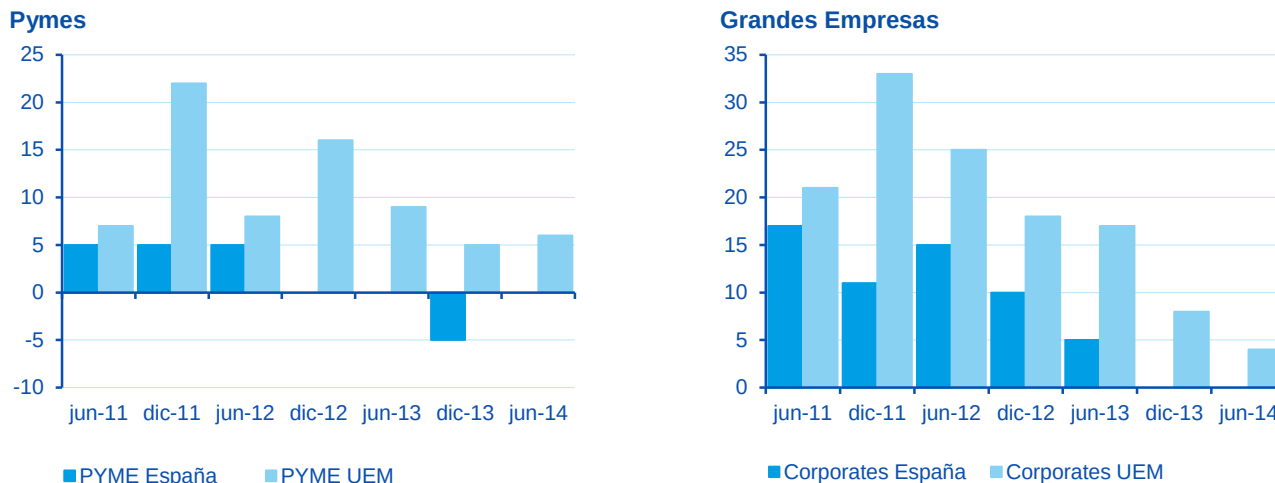
	Sin regul.	Con regul.
Tipo oficial	1.19	1.21
Spread Euribor 12	0.58	0.47
Spread UEM	0.13	0.12
Spread soberano	0.06	0.07
Tasa de mora emp.	0.09	0.10
Regulación	np	--
Corto plazo	np	0.04
Periodo ajuste (meses)	1.9	1.7
R-Bar ²	0.76	0.77

n.p. = no procede; -- = no significativo
Fuente: BBVA Research

Según la EPB la regulación es más preocupante para las entidades financieras de la UEM que para las españolas (gráfico 9). En particular, el efecto sobre los estándares de crédito ha sido más prolongado y más intenso en la UEM que en España, tanto para pymes como para grandes empresas. En ambos casos, la preocupación es menor desde finales de 2012.

Gráfico 9

UEM. Repercusiones de las últimas medidas regulatorias y supervisoras sobre capital, sobre los criterios de aprobación de préstamos

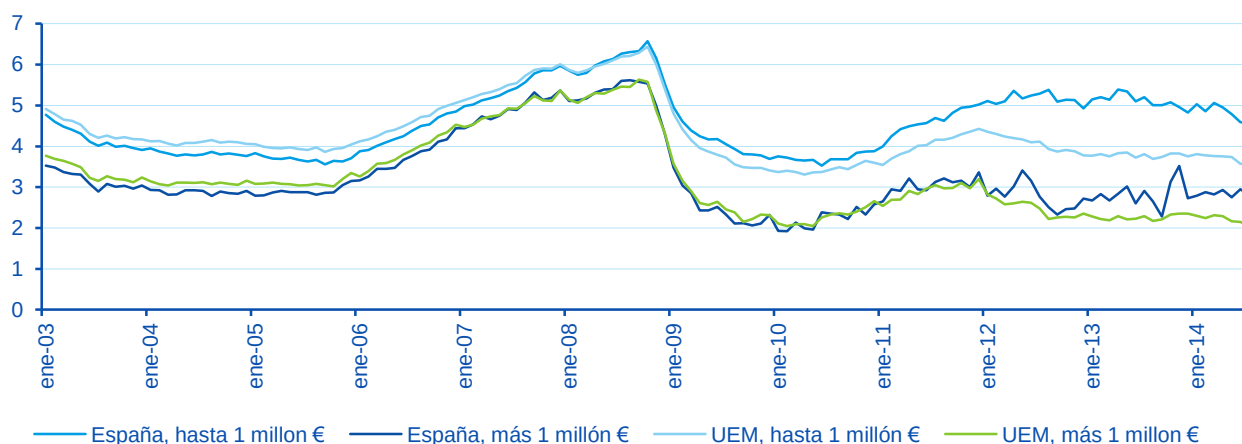


Fuente: BBVA Research a partir de BdE, BCE

Asimismo, la evolución de los tipos de interés del crédito también ha sido diferente en la UEM y en España (gráfico 10). Los tipos de las pymes españolas han estado por encima de los de la UEM durante toda la crisis, y la brecha se ha ensanchado desde principios de 2012. Sin embargo, el comportamiento de los tipos del crédito a grandes empresas ha sido bastante similar en ambas zonas hasta principios de 2012, cuando el español pasó a ser ligeramente superior y más variable que el europeo.

Gráfico 10

Tipos de interés de las nuevas operaciones del crédito a empresas (%)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE

Se ha tomado la ecuación [1] para ver cómo se forman los tipos del crédito a empresas en la UEM¹⁰, pero no se ha podido incorporar la tasa de mora de empresas dado que no existe una estadística homogénea para el área.

Cuadro 3

UEM. Tipos de crédito a empresas. Elasticidades de largo plazo**a) Hasta 1 millón €**

	Sin regul.	Con regul.
Política comercial	--	--
Tipo oficial	1.39	1.39
Spread Euribor 12	1.09	1.04
Spread UEM	0.55	0.59
Spread soberano	-0.19	--
Tasa de mora emp.	np	np
Regulación	np	0.05
Periodo ajuste (meses)	14.9	13.0
R-Bar ²	0.85	0.85

b) Más de 1 millón €

	Sin regul.	Con regul.
Política comercial	0.90	0.88
Tipo oficial	0.98	0.98
Spread Euribor 12	0.50	0.53
Spread UEM	0.05	0.05
Spread soberano	-0.22	-0.28
Tasa de mora emp.	np	np
Regulación	np	--
Corto plazo	np	0.01
Periodo ajuste (meses)	3.2	3.2
R-Bar ²	0.79	0.79

n.p. = no procede; -- = no significativo
verde = significativo 45%
Fuente: BBVA Research

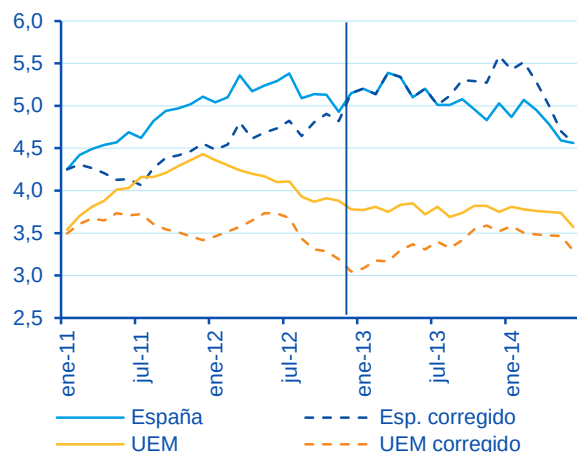
Como se observa en el cuadro 3, un punto adicional de presión regulatoria supone 5pb adicionales en el tipo de interés de crédito a pymes, mientras el impacto en España era de 11pb. Su inclusión hace desaparecer el parámetro del spread soberano de largo plazo, posiblemente porque tienen una evolución similar. Para las grandes empresas, al igual que ocurría en el caso español, no se consigue incorporar de forma satisfactoria la regulación en el largo plazo, y sólo se obtienen efectos poco significativos en el corto plazo. El resto de parámetros apenas ha sufrido modificaciones de importancia. En suma, a pesar de que las entidades dicen estar más preocupadas por la regulación en relación a las grandes empresas, su impacto en los tipos de interés es prácticamente despreciable.

Los resultados son similares a los del caso español, y parecen indicar que el poder de negociación de las grandes empresas frente a las entidades financieras y su acceso a los mercados de capitales hacen que no se les traslade la preocupación por la regulación de las entidades.

En el gráfico 11 se muestra el tipo de las nuevas operaciones de crédito a pymes en España y la UEM, con y sin el efecto estimado de la regulación. Se puede observar que la regulación ha tenido un impacto mayor y más prolongado en la UEM que en España. Así, en 2011-2012 la regulación implicó un aumento de unos 60pb en los tipos del crédito en la UEM y 40pb en España. Desde principios de 2013 hasta mediados de 2014 la regulación tuvo un impacto positivo de unos 40 pb en la UEM y un impacto negativo de unos 20pb en España. Este heterogéneo impacto podría deberse a que las respuestas españolas están influidas por la mayor preocupación por la crisis soberana.

10: Para el spread soberano se utilizan los tipos largos de Alemania como referencia de los tipos de la UEM.

Gráfico 11

Tipos crédito a empresas. Hasta 1 millón €. Estimación del efecto de la regulación**Tipos interés a empresas. Efectos estimados**

PYMES	UEM		España	
	Original	Corregido	Original	Corregido
2011-2012	4,1	3,5	4,9	4,5
2013-1Sem2014	3,8	3,4	5,0	5,2

Fuente: BBVA Research

Por tanto, las estimaciones indican que la regulación tuvo una influencia en la formación del precio del crédito a pymes tanto en la UEM como en España. Aunque los bancos declaran estar preocupados por el efecto de la regulación sobre los créditos a grandes empresas, el mayor poder de negociación de estos clientes y su acceso a fuentes de financiación alternativas ha podido causar que esta preocupación no se haya reflejado en los precios del crédito. Por otra parte, el encarecimiento de los créditos puede ser más dañino en economías como la española, donde las empresas son más dependientes del crédito, que es vital para apoyar la recuperación económica.

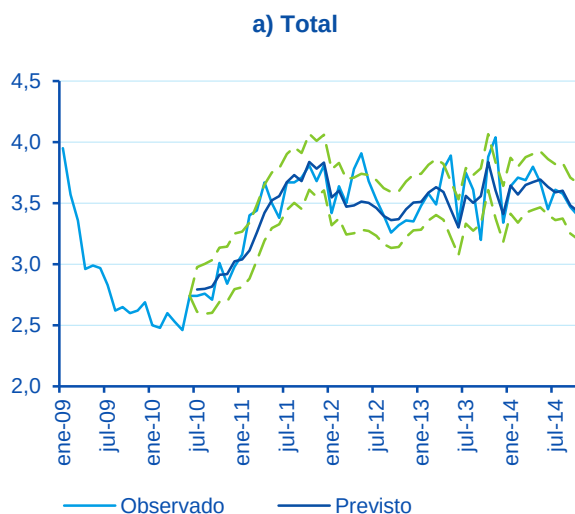
6 Anexo II: Consistencia de las estimaciones

Para comprobar la consistencia de los resultados obtenidos al estimar la ecuación [1], se puede realizar un test que consiste en situarnos un tiempo atrás, lanzar una proyección hasta el momento actual y observar su comportamiento respecto a las observaciones. Se ha elegido como punto de partida julio de 2010, cuando tras la intervención a Grecia la prima de riesgo soberana y la tasa de mora comenzaron a aumentar fuertemente en España e Italia. La proyección se ha lanzado hasta octubre 2014, y se han calculado bandas de confianza al 95% de probabilidad ($\pm 1,96$ desviación típica). No se ha reestimado el modelo hasta julio de 2010 por la colinealidad de la evolución del riesgo soberano y de la tasa de mora hasta mediados de 2012, que dificulta la obtención de estimaciones precisas de los multiplicadores al carecer de un tamaño de muestra suficiente. Al utilizar las estimaciones con todo el periodo se disminuyen los sesgos entre ambos multiplicadores, ya que desde mediados de 2012 las evoluciones son completamente dispares.

El gráfico 11 muestra las proyecciones de los tipos de crédito a empresas en España, que parecen estar bastante centradas en sus bandas de confianza. Sólo se salen de bandas en algunos meses puntuales a comienzos de 2011, primavera de 2012 y algunos meses de 2013, cuando aumenta sensiblemente su volatilidad con carácter transitorio, pero sin que se observe un sesgo sistemático.

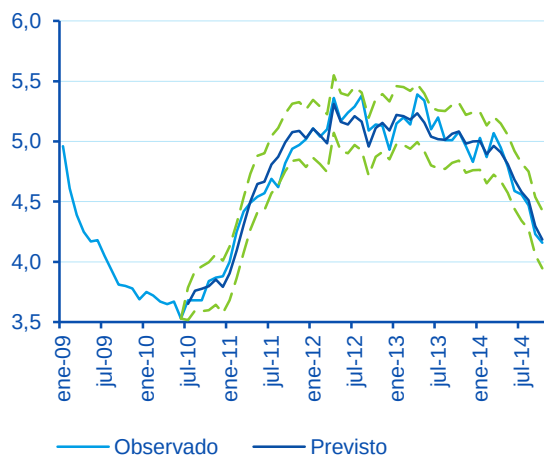
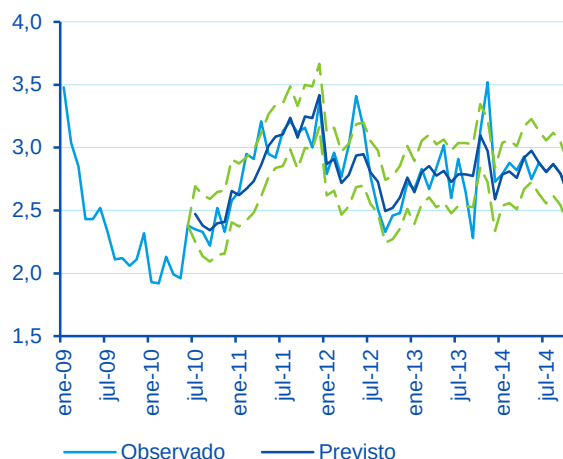
Gráfico 12

España: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza ($\pm 1,96$ desviación típica)



Fuente: BBVA Research

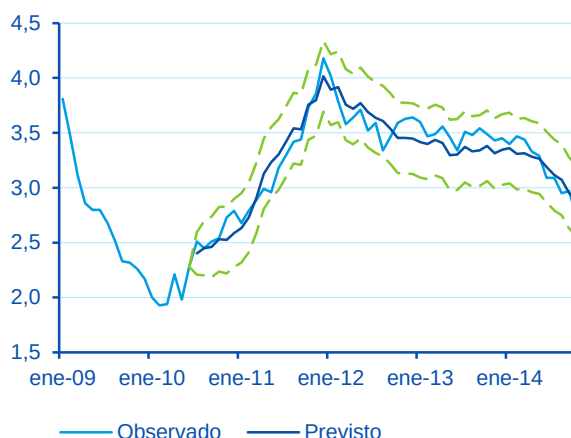
Gráfico 12 (cont.)

España: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza (+/- 1,96 desviación típica)
b) Hasta 1 millón €

c) Más de 1 millón €


Fuente: BBVA Research

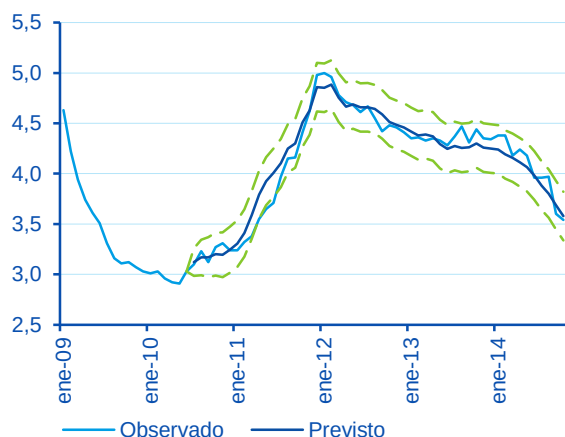
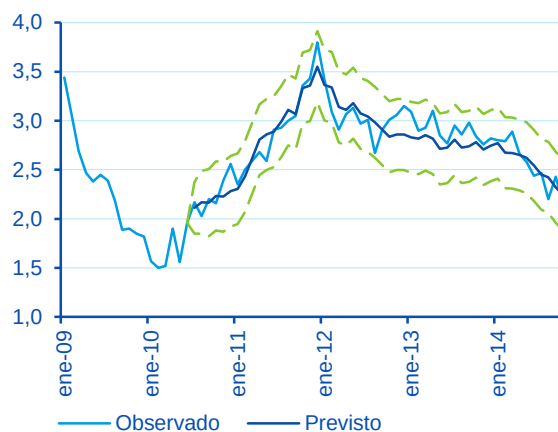
El gráfico 12 muestra que en el caso de Italia las proyecciones también están centradas en bandas, sin observarse sesgos sistemáticos. Sólo hay salidas de bandas en los tipos de pymes en algunos meses puntuales de 2011, a finales de 2013 y al principio de 2014.

Gráfico 13

Italia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza (+/- 1,96 desviación típica)
a) Total


Fuente: BBVA Research

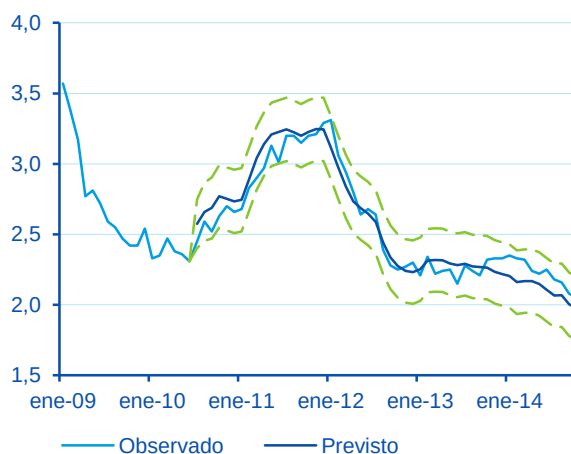
Gráfico 13 (cont.)

Italia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza (+/- 1,96 desviación típica)
b) Hasta 1 millón €

c) Más de 1 millón €


Fuente: BBVA Research

Como se observa en el gráfico 13, las estimaciones para el tipo sintético y para grandes empresas en Francia están bastante centradas en bandas. Sin embargo, las previsiones de pymes presentan una subestimación de unos 10 puntos básicos mes desde mediados de 2011 hasta mediados de 2014, aunque dentro de las bandas de confianza.

Gráfico 14

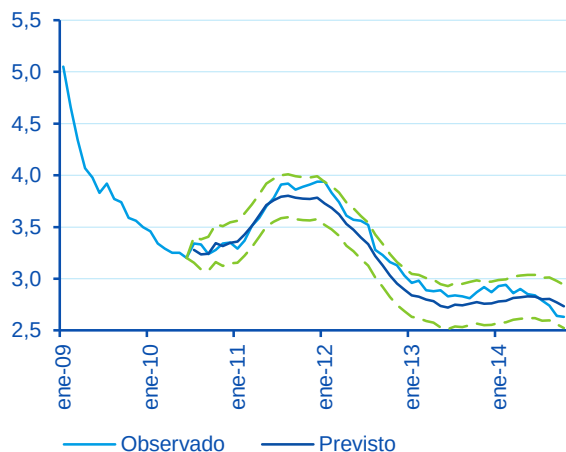
Francia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza (+/- 1,96 desviación típica)
a) Total


Fuente: BBVA Research

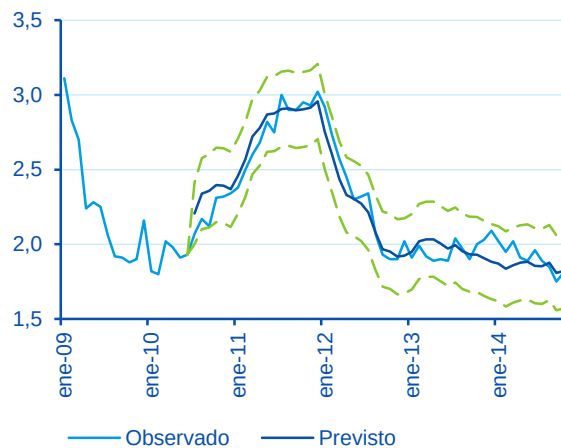
Gráfico 14 (cont.)

Francia: tipos de interés del crédito a empresas (%). Proyección e intervalos de confianza (+/- 1,96 desviación típica)

b) Hasta 1 millón €



c) Más de 1 millón €



Fuente: BBVA Research

7 Anexo III: Coste de financiación teórico de una unión monetaria perfecta

Para estimar cuál hubiera sido el riesgo soberano de una posible unión monetaria perfecta se han tomado los tipos de la deuda soberana a 10 años de Alemania como “benchmark” hasta marzo de 2010, fecha que se considera el inicio de la crisis soberana porque se iniciaron las presiones sobre la deuda griega. A partir de abril de 2010 se le añade la prima negativa (o bonificación) que está teniendo la deuda alemana por la huida de los recursos de los mercados periféricos hacia los centrales. Para determinar esta prima se ha estimado una descomposición de los tipos de la deuda alemana en los factores subyacentes de corto, medio y largo plazo en base a sus determinantes teóricos.

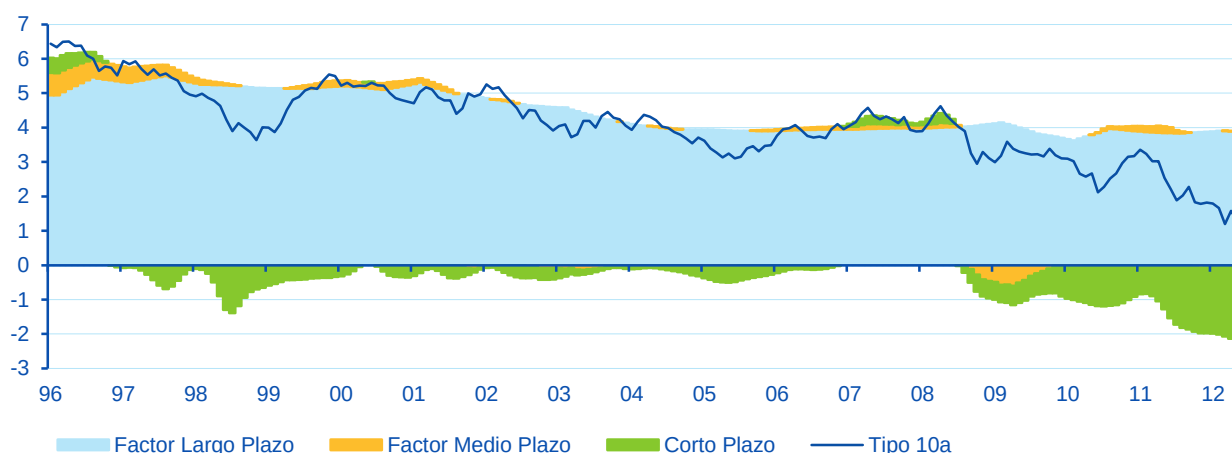
El objetivo del modelo es identificar los factores subyacentes (inobservables) asociados a los fundamentos económicos de carácter estructural (mediano y largo plazo) y coyunturales (corto plazo) del tipo de interés de la deuda soberana de Alemania a largo plazo (10 años). A su vez, cada factor se explica por variables observables que teóricamente están asociadas a esos fundamentos (expectativas de crecimiento y de Inflación a medio y largo plazo, volatilidades de los mercados y expectativas de tipos oficiales a corto).

La metodología adoptada para esta estimación ha sido la de Espacio - Estado. Esta metodología, además de poder obtener variables inobservadas (los factores mencionados) permite tratar con observaciones de diferentes frecuencias (en este caso mensuales, trimestrales, semestrales y anuales), y con coeficientes variables en el tiempo (principalmente los que acompañan a las variables que componen el factor de corto plazo).

Tomando los factores de largo y medio plazo obtenemos una referencia de dónde deberían haberse situado los tipos de la deuda, lo que permite estimar primas de riesgo. Además, desde septiembre 2008 (el colapso de Lehman) hasta marzo de 2010 se añade el promedio del factor de corto plazo, lo que ayuda a que la serie no presente punto de ruptura en el momento de enlace.

Gráfico 15

Alemania: tipo deuda soberana a 10 años. Descomposición



Fuente: BBVA Research

Referencias

BBVA Research. Financial Systems Unit. What are the determinants of loan interest rates in EMU countries? *Economic-Watch*, Oct-2013. <https://www.bbvaresearch.com/en/publicaciones/economic-watch-what-are-the-determinants-of-loan-interest-rates-in-emu-countries/>

BBVA Research. Sistemas Financieros. Unión Bancaria: elementos integrantes y medidas complementarias. Documento de trabajo Agosto 2013.

https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1326_tcm346-400067.pdf

BBVA Research. Sistemas Financieros. La reforma del sector bancario español: de la correcta valoración de los activos a la recuperación del crédito. Documento de trabajo Jun-2014

<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/la-reforma-del-sector-bancario-espanol-hasta-la-recuperacion-de-los-flujos-de-credito/>

Centeno, M. y Mello, A. (1999). "How integrated are the money market and the bank loans market within the European Union?", *Journal International Money and Finance* 18, 75-106.

Castro, G. y Santos, C. (2010). "Bank interest rates and loan determinants", *Economic Bulletin*. Banco de Portugal. Spring.

Gambacorta, L. (2004). "How Banks set interest rates?". WP 10295 NBER. February.

Gropp, R., Sorensen, C. y Lichtenberger, J. (2007). "The dynamic of bank spreads and financial structure". WP. N° 714. European Central Bank. January.

Leuvensteijn, M., Sorensen, C., Bikker, J. y van Rixtel, A. (2008). "Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the Euro Area". W.P. N° 885. European Central Bank. March.

Nieto, F. (2007). "The determinants of household credit in Spain". Documento de trabajo nº 0716. Banco de España.

Sorensen, C. y Lichtenberger, J. (2007). "Mortgages interest rates dispersion in the Euro Area". WP. N° 733. European Central Bank. February.

Documentos de Trabajo

2015

- 15/09 **Santiago Fernández de Lis, José Félix Izquierdo de la Cruz y Ana Rubio González:** Determinantes del tipo de interés del crédito a empresas en la Eurozona.
- 15/08 **Pau Rabanal and Juan F. Rubio-Ramírez:** Can International Macroeconomic Models Explain Low-Frequency Movements of Real Exchange Rates?.
- 15/07 **Ándel de la Fuente y Rafael Doménech:** El nivel educativo de la población en España y sus regiones: 1960-2011.
- 15/06 **Máximo Camacho and Jaime Martínez-Martín:** Monitoring the world business cycle.
- 15/05 **Alicia García-Herrero and David Martínez Turégano:** Financial inclusion, rather than size, is the key to tackling income inequality.
- 15/04 **David Tuesta, Gloria Sorensen, Adriana Haring y Noelia Cámara:** Inclusión financiera y sus determinantes: el caso argentino.
- 15/03 **David Tuesta, Gloria Sorensen, Adriana Haring y Noelia Cámara:** Financial inclusion and its determinants: the case of Argentina.
- 15/02 **Álvaro Ortiz Vidal-Abarca and Alfonso Ugarte Ruiz:** Introducing a New Early Warning System Indicator (EWSI) of banking crises.
- 15/01 **Alfonso Ugarte Ruiz:** Understanding the dichotomy of financial development: credit deepening versus credit excess.

2014

- 14/32 **María Abascal, Tatiana Alonso, Santiago Fernández de Lis, Wojciech A. Golecki:** Una unión bancaria para Europa: haciendo de la necesidad virtud.
- 14/31 **Daniel Aromí, Marcos Dal Bianco:** Un análisis de los desequilibrios del tipo de cambio real argentino bajo cambios de régimen.
- 14/30 **Ángel de la Fuente and Rafael Doménech:** Educational Attainment in the OECD, 1960-2010. Updated series and a comparison with other sources.
- 14/29 **Gonzalo de Cadenas-Santiago, Alicia García-Herrero and Álvaro Ortiz Vidal-Abarca:** Monetary policy in the North and portfolio flows in the South.
- 14/28 **Alfonso Arellano, Noelia Cámara and David Tuesta:** The effect of self-confidence on financial literacy.
- 14/27 **Alfonso Arellano, Noelia Cámara y David Tuesta:** El efecto de la autoconfianza en el conocimiento financiero.
- 14/26 **Noelia Cámara and David Tuesta:** Measuring Financial Inclusion: A Multidimensional Index.
- 14/25 **Ángel de la Fuente:** La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 2002-2012.
- 14/24 **Jesús Fernández-Villaverde, Pablo Guerrón-Quintana, Juan F. Rubio-Ramírez:** Estimating Dynamic Equilibrium Models with Stochastic Volatility.
- 14/23 **Jaime Zurita:** Análisis de la concentración y competencia en el sector bancario.
- 14/22 **Ángel de la Fuente:** La financiación de las comunidades autónomas de régimen común en 2012.
- 14/21 **Leonardo Villar, David Forero:** Escenarios de vulnerabilidad fiscal para la economía colombiana.

14/20 **David Tuesta:** La economía informal y las restricciones que impone sobre las cotizaciones al régimen de pensiones en América Latina.

14/19 **David Tuesta:** The informal economy and the constraints that it imposes on pension contributions in Latin America.

14/18 **Santiago Fernández de Lis, María Abascal, Tatiana Alonso, Wojciech Golecki:** A banking union for Europe: making virtue of necessity.

14/17 **Angel de la Fuente:** Las finanzas autonómicas en 2013 y entre 2003 y 2013.

14/16 **Alicia García-Herrero, Sumedh Deorukhkar:** What explains India's surge in outward direct investment?

14/15 **Ximena Peña, Carmen Hoyo, David Tuesta:** Determinants of financial inclusion in Mexico based on the 2012 National Financial Inclusion Survey (ENIF).

14/14 **Ximena Peña, Carmen Hoyo, David Tuesta:** Determinantes de la inclusión financiera en México a partir de la ENIF 2012.

14/13 **Mónica Correa-López, Rafael Doménech:** Does anti-competitive service sector regulation harm exporters? Evidence from manufacturing firms in Spain.

14/12 **Jaime Zurita:** La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito.

14/11 **Alicia García-Herrero, Enestor Dos Santos, Pablo Urbiola, Marcos Dal Bianco, Fernando Soto, Mauricio Hernandez, Arnulfo Rodríguez, Rosario Sánchez, Erikson Castro:** Competitiveness in the Latin American manufacturing sector: trends and determinants.

14/10 **Alicia García-Herrero, Enestor Dos Santos, Pablo Urbiola, Marcos Dal Bianco, Fernando Soto, Mauricio Hernandez, Arnulfo Rodríguez, Rosario Sánchez, Erikson Castro:** Competitividad del sector manufacturero en América Latina: un análisis de las tendencias y determinantes recientes.

14/09 **Noelia Cámara, Ximena Peña, David Tuesta:** Factors that Matter for Financial Inclusion: Evidence from Peru.

14/08 **Javier Alonso, Carmen Hoyo & David Tuesta:** A model for the pension system in Mexico: diagnosis and recommendations.

14/07 **Javier Alonso, Carmen Hoyo & David Tuesta:** Un modelo para el sistema de pensiones en México: diagnóstico y recomendaciones.

14/06 **Rodolfo Méndez-Marciano & José Pineda:** Fiscal Sustainability and Economic Growth in Bolivia.

14/05 **Rodolfo Méndez-Marciano:** Technology, Employment, and the Oil-Countries' Business Cycle.

14/04 **Santiago Fernández de Lis, María Claudia Llanes, Carlos López- Moctezuma, Juan Carlos Rojas & David Tuesta:** Financial inclusion and the role of mobile banking in Colombia: developments and potential.

14/03 **Rafael Doménech:** Pensiones, bienestar y crecimiento económico.

14/02 **Angel de la Fuente & José E. Boscá:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2010.

14/01 **Santiago Fernández de Lis, María Claudia Llanes, Carlos López- Moctezuma, Juan Carlos Rojas & David Tuesta:** Inclusión financiera y el papel de la banca móvil en Colombia: desarrollos y potencialidades.

Consulte aquí el listado de Documentos de trabajo publicados entre 2009 y 2013

Consulte aquí el listado de Documentos de Trabajo publicados:

En español e inglés

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvarresearch.com>

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7º planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvarresearch@bbva.com

www.bbvarresearch.com