

FINANCIACIÓN EXTERNA DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS: COMPARACIÓN ENTRE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS



En el presente artículo se compara la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro con sus homólogos de Estados Unidos durante el período comprendido entre el año 2000 y el tercer trimestre del 2008, prestando especial atención al período de turbulencias financieras. La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro depende de las entidades de crédito (entendiéndose aquí los préstamos originados y mantenidos en balance por los bancos) en mucho mayor medida que en Estados Unidos, en donde los prestamistas no bancarios (como las empresas patrocinadas por el Estado y los emisores privados de bonos de titulización de activos) y la financiación basada en el mercado (incluidas las titulizaciones, en virtud de las cuales se eliminan los préstamos bancarios de los balances de las entidades de crédito) desempeñan un papel más importante. Con respecto al período de turbulencias financieras que se inició a mediados del 2007, se ha reducido el crecimiento de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras en ambas áreas económicas. En el caso de las sociedades no financieras, la financiación bancaria cobró mayor importancia en las dos regiones durante dicho período, lo que para las empresas no financieras estadounidenses en particular, es probable que guarde relación con los problemas con que han tropezado los bancos a la hora de transferir los préstamos a terceros a través de ventas o titulizaciones. Si bien los criterios de concesión de créditos bancarios y el coste de la financiación de las sociedades no financieras se han tornado notablemente más restrictivos en ambas áreas económicas, con información hasta el tercer trimestre del 2008 no se apreciaban indicios claros de que las restricciones cuantitativas al crédito hayan afectado, de forma relevante, a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

En primer lugar, la estructura y la evolución de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, guarda una estrecha relación con la estructura de los respectivos sistemas financieros. Dado que el sistema financiero de la zona del euro se basa en mayor medida en las entidades de crédito, los préstamos que figuran en los balances de dichas entidades tienen una importancia mucho mayor en la zona del euro que en Estados Unidos en la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras. En segundo lugar, la financiación externa proporciona datos interesantes respecto a la necesidad de dicha financiación en el contexto de la evolución económica, la renta disponible de los hogares y sus tasas de ahorro, y la evolución de la inversión y los beneficios empresariales. En tercer lugar, la estructura de la financiación externa proporciona información respecto a la importancia relativa de los distintos instrumentos de financiación y de la innovación financiera, como la creciente importancia de las titulizaciones en los últimos años previos al inicio de las turbulencias financieras a mediados del 2007 y la caída de estas alternativas de financiación a partir de entonces.

Las turbulencias financieras afectaron a la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras en la medida en que algunas alternativas de financiación prácticamente se agotaron y se plantearon interrogantes respecto a los impedimentos para acceder a nuevos recursos. En este contexto, resulta interesante comparar hasta qué punto las turbulencias financieras mundiales han afectado a la financiación externa en áreas económicas con estructuras financieras diferentes, como la zona del euro y Estados Unidos.

El papel dominante de las entidades de crédito en la financiación y la menor escala de las actividades de titulización en la zona del euro han limitado el alcance de la reintermediación y de la posible sustitución por préstamos bancarios de la financiación no bancaria o basada en el mercado tras la eclosión de las turbulencias financieras, en comparación con la situación observada en Estados Unidos. Además, los niveles más bajos de endeudamiento y las tasas de ahorro más altas deberían hacer a los hogares de la zona del euro menos dependientes de la financiación externa para mantener el consumo y menos sensibles a las variaciones en el valor de los activos. Por el contrario, las sociedades no financieras de la zona del euro po-

drían ser más susceptibles a los cambios en las condiciones de financiación —a pesar de que los niveles de deuda son, en general, comparables a los de sus homólogos de Estados Unidos—, dado que se han apoyado más que éstas en el endeudamiento neto para financiar su inversión.

Por lo tanto, para entender hasta qué punto ha afectado la crisis a los sectores de hogares y sociedades no financieras en las dos áreas económicas es importante analizar las respectivas situaciones financieras y la evolución de su financiación. Además, habida cuenta de que, desde el inicio de las turbulencias financieras, se han producido cambios en la estructura de financiación, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, en el presente artículo se examinan dos períodos: i) desde el 2000 hasta mediados del 2007¹, y ii) desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008 (último período para el que se dispone de datos completos sobre la zona del euro). Así pues, no se ha tenido en cuenta la evolución posterior a la intensificación y amplificación de la crisis financiera a partir de septiembre del 2008.

Por consiguiente, el artículo se centra principalmente en los flujos de financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos, comparándose su relevancia y los cambios producidos a lo largo del tiempo. En primer lugar, se presenta un breve resumen de algunas de las principales características de los mercados de capital de la zona del euro y de Estados Unidos (sección 2). En la sección 3 se analiza la situación financiera, la estructura de fi-

nanciación y la evolución de ésta para el sector hogares de la zona del euro y de Estados Unidos. En la sección 4 se presenta el correspondiente análisis respecto a las sociedades no financieras. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 EL SISTEMA FINANCIERO DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

La estructura de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras guarda relación con la estructura del sistema financiero y, en particular, con la importancia de la financiación bancaria (que se refiere, en este caso, a los préstamos originados y mantenidos en su balance por parte de los bancos) frente a la financiación basada en el mercado (que incluye la opción de vender los préstamos originados por las entidades de crédito, a instituciones no bancarias o titularlos). En general, los mercados de capitales relacionados con el sector privado son algo más grandes en Estados Unidos que en la zona del euro (véase cuadro): en el 2007, representaban el 375% del PIB, frente al 311% del PIB en la zona del euro. Esta última ha tenido, tradicionalmente, un sistema financiero basado, en gran medida, en el sector bancario: en el 2007, los préstamos al sector privado que se mantenían en los balances de los bancos ascendían al 145% del PIB. En

1 Para un análisis comparativo con el período comprendido entre mediados de los años noventa y el 2002, véase el artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de febrero del 2004.

Tamaño de los mercados de capitales del sector privado de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje del PIB; datos de fin de año)

	Zona del euro		Estados Unidos	
	1998	2007	1998	2007
Mercado de capitales del sector privado	200	311	300	375
<i>Del cual:</i>				
Acciones cotizadas emitidas	63	85	145	144
Valores distintos de acciones emitidos por el sector privado	45	81	107	168
Préstamos bancarios al sector privado	92	145	49	63

Fuentes: BPI, DataStream, BCE, Eurostat, FMI, Federación Mundial de Bolsas y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los mercados de capitales se define como la suma de la capitalización bursátil (acciones cotizadas emitidas), los préstamos bancarios al sector privado y los valores distintos de acciones emitidos por el sector privado. Pueden producirse discrepancias debidas al redondeo.

cambio, en Estados Unidos los préstamos bancarios (préstamos originados y mantenidos en su balance por parte de los bancos) al sector privado son mucho menos importantes y ascendían al 63% del PIB en el 2007.

Si bien la capitalización en el mercado bursátil (acciones cotizadas emitidas) y en el mercado de renta fija privada (valores distintos de acciones emitidos por el sector privado) de la zona del euro ha aumentado en los diez últimos años para situarse en el 85% y en el 81% del PIB, respectivamente, en el 2007, estos mercados son todavía considerablemente menores que sus homólogos de Estados Unidos, que registraron, en ese año, capitalizaciones del 144% y del 168% del PIB, respectivamente.

El sistema estadounidense, más basado en el mercado, refleja un dilatado historial de desintermediación en las décadas anteriores, mientras que el sistema de la zona del euro, basado en gran medida en el sector bancario, ha variado tan sólo en los últimos años². El rápido crecimiento de los mercados de titulización y la intensificación de las actividades de préstamo sindicado en la zona del euro hasta la desaceleración provocada por las turbulencias financieras que se iniciaron a mediados del 2007, hicieron que el sector bancario de la zona del euro se orientase, en mayor medida, hacia los mercados. La innovación financiera, incluida en particular la opción de obtener fondos a través de procesos de titulización³, tuvo un impacto favorable sobre los costes de financiación de las entidades de crédito. Todo ello dibujó la distinción tradicional entre un sistema basado en los bancos y otro basado en el mercado. Además, las entidades de crédito pudieron conceder préstamos adicionales sin aumentar su apalancamiento por la posibilidad de vender activos en el contexto de titulizaciones fuera de balance, al menos en la medida en que esta opción les permitía eliminar («dar de baja») de sus balances estos activos. A su vez, este tipo de financiación influyó en el coste de los préstamos bancarios y contribuyó, en general, a facilitar la disponibilidad de crédito en la economía de la zona del euro en los últimos años previos a me-

diados del 2007. Ello se reflejó en una brecha cada vez mayor entre los préstamos bancarios concedidos al sector privado y los depósitos provenientes de dicho sector (la llamada brecha de financiación). No obstante, estos depósitos siguieron siendo la principal fuente de financiación del sector bancario de la zona del euro.

En consonancia con el sistema financiero de la zona del euro, basado en gran medida en el sector bancario, la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona se compone, principalmente, de préstamos originados y mantenidos por entidades de crédito. En Estados Unidos, los préstamos de fuentes no bancarias y la financiación externa basada en el mercado son notablemente más importantes que en la zona del euro. La mayor importancia de los préstamos no bancarios refleja el papel más destacado de las titulizaciones y los préstamos sindicados en comparación con la zona del euro. En el caso de las titulizaciones, el papel más destacado que desempeñan en Estados Unidos podría tener, en parte, su origen en las normas contables que permiten, más fácilmente que en la zona del euro, dar de baja en los balances de los bancos los préstamos vendidos a instituciones no bancarias durante un proceso de titulización. La financiación externa de los hogares presenta un panorama similar. En las dos áreas monetarias, las entidades de crédito son la principal fuente original de financiación de los hogares. Sin embargo, el espectro de instituciones existentes en Estados Unidos que adquieren préstamos originados por los bancos es considerablemente más amplio que en la zona del euro. Dichas instituciones fueron creadas con el propósito de aumentar la disponibilidad y reducir el coste del crédito para ciertos sectores de la economía, habiéndose encomendado, en particular, a la *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* y a la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* la promoción de la propiedad inmobiliaria. El incremento de la oferta de crédito tiene su origen en una ga-

2 Véase el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

3 Para más detalles, véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.

rantía implícita del gobierno que permite a estos dos organismos obtener capital a un coste más bajo para financiar sus actividades que comprenden, entre otras, la compra, la garantía y la titulación de hipotecas. Además de las empresas patrocinadas por el gobierno, en Estados Unidos existe un conjunto de emisores privados de bonos de titulación de activos más amplio que en la zona del euro. Estos emisores están, en muchos casos, vinculados con entidades de crédito y han crecido en tamaño e importancia desde el año 2004, en parte como reacción ante la imposición a las entidades patrocinadas por el gobierno de unas exigencias de capital más estrictas y de mayores controles sobre sus balances, pero también como consecuencia de los cambios en la reglamentación, que han dado lugar a una aceleración del crecimiento de la operaciones fuera de balance de los bancos y a un aumento de los ratios de apalancamiento.

Al mismo tiempo y a escala mundial, el paso de un modelo tradicional basado en el principio de «originar para mantener» a lo que a veces se denomina modelo de «originar para distribuir» vino acompañado de una insuficiente valoración del riesgo, una relajación de los criterios de concesión y una mayor dependencia de instrumentos de crédito complejos y opacos, que demostraron su fragilidad en situaciones de tensión, especialmente en el contexto de las turbulencias financieras desencadenadas por la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. El agotamiento de algunos mercados desde el inicio de dichas turbulencias, relacionado con la mayor aversión al riesgo de los inversores, dio lugar a un repunte de la financiación bancaria como proporción de la financiación externa total de los prestatarios privados, en particular de las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véanse secciones 3 y 4).

Recuadro

COMPARACIÓN ENTRE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO Y LAS CUENTAS MACROECONÓMICAS INTEGRADAS DE ESTADOS UNIDOS

Cuentas de la zona del euro

Las cuentas de la zona del euro ofrecen una visión global de la evolución económica y financiera de la zona, desglosadas por sectores institucionales, y son el resultado de la aplicación de las cuentas económicas integradas del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 93) y del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales (SEC 95). En las cuentas no financieras, las cuentas de la zona del euro distinguen cinco sectores institucionales: sociedades no financieras, instituciones financieras, Administraciones Públicas, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, y resto del mundo. En las cuentas financieras, el sector de instituciones financieras se subdivide en: instituciones financieras monetarias (IFM), empresas de seguros y fondos de pensiones, y otros intermediarios financieros. Las cuentas de la zona del euro proporcionan una descripción completa de todas las transacciones realizadas entre los agentes económicos en un determinado período, desde las transacciones generadoras de renta a las transacciones financieras, así como otras variaciones de los activos y el balance de situación. Las cuentas se reconcilian casi totalmente: los empleos (incluidas las variaciones de los activos financieros) son iguales a los recursos (incluidas las variaciones de los pasivos) para todos los flujos y saldos del sistema, y no existen discrepancias estadísticas para los sectores de instituciones financieras, Administraciones Públicas y resto del mundo.

Las cuentas de la zona del euro se han publicado con periodicidad trimestral desde junio del 2007, y se dispone de series temporales desde el primer trimestre de 1999. El BCE y la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas (Eurostat) elaboran las cuentas conjuntamente. Ambas instituciones comparten la responsabilidad de elaborar las cuentas no financieras, aunque el BCE es responsable de elaborar las cuentas financieras.

Cuentas macroeconómicas integradas de Estados Unidos

La Junta de Gobernadores de la Reserva Federal ha publicado los datos de las Cuentas de Flujos de Fondos (FFA, en sus siglas en inglés) con periodicidad trimestral desde 1959. Estos cuadros presentan las transacciones contabilizadas en la cuenta de capital (ahorro e inversión en capital), así como las inversiones financieras y la financiación de los sectores institucionales. El Bureau of Economic Analysis elabora las Cuentas Nacionales de Renta y Producción (NIPA, en sus siglas en inglés), que se centran en los agregados macroeconómicos aunque ofrecen también desgloses por sectores institucionales y transacciones, así como las cuentas de transacciones internacionales (ITA, en sus siglas en inglés).

Aunque las NIPA, FFA e ITA, en conjunto, recogen la mayor parte de las cuentas económicas incluidas en el SCN 93, estos datos no están totalmente integrados y presentan algunas discrepancias. Desde el 2006, el Bureau of Economic Analysis y la Reserva Federal publican conjuntamente datos anuales denominados «cuentas macroeconómicas integradas de Estados Unidos» (SNA-USA, en sus siglas en inglés), que presentan la secuencia completa de las cuentas. Sin embargo, en las SNA-USA no se reconcilian las operaciones por transacciones y por sectores. También difieren del SCN 93 en ciertos aspectos, como la definición de los sectores de sociedades no financieras y hogares. En Estados Unidos, todas las empresas individuales y sociedades personalizadas forman parte del subsector empresarial no societario no financiero. Además, este subsector, que forma parte del sector empresarial no financiero, incluye los individuos en su calidad de perceptores de rentas de alquileres. Por consiguiente, en aras de la coherencia con el SCN 93 y a efectos de comparación con las cuentas de la zona del euro, sería necesario asignar parte de este subsector al sector de hogares.

Comparabilidad del sistema de cuentas en las dos áreas monetarias

Las cuentas financieras de la zona del euro presentan el sector de IFM, consolidado para la mayor parte de las transacciones, junto con los sectores de empresas de seguros y fondos de pensiones, y de otros intermediarios financieros. Las SNA-USA recogen el sector de instituciones financieras en su conjunto, mientras que las FFA ofrecen un mayor grado de detalle. El sector de IFM de las cuentas de la zona del euro corresponde, de forma aproximada, a cuatro subsectores financieros de las FFA, que no se presentan consolidados: banco central, entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

En lo que respecta a la cobertura de los activos, a diferencia de las SNA-USA y FFA, las cuentas de la zona del euro no proporcionan todavía estimaciones de los activos no financieros por sectores. Existen otras diferencias en la definición de inversiones y activos no financieros de las Administraciones Públicas, para determinados tipos de gastos de defensa. Por otro lado, los datos de las SNA-USA y FFA no comprenden los préstamos o las tenencias de acciones entre empresas relacionadas, que sí se incluyen, por el contrario, en las cuentas de la zona del euro. Esta última diferencia es particularmente importante en el caso de las compras de acciones relacionadas con fusiones y adquisiciones, las cuales pueden resultar en una emisión negativa de acciones en los datos de Estados Unidos, si se financian mediante endeudamiento.

Las distintas clasificaciones del sector empresarial no societario afectan también a la comparabilidad de los datos de endeudamiento. El gráfico adjunto muestra la deuda de los distintos sectores, en porcentaje del endeudamiento total de los sectores no financieros privados de las dos áreas económicas. El hecho de que el endeudamiento contraído por algunas unidades del sector empre-

sarial no societario se clasifique como parte del endeudamiento del sector empresarial supone una cifra de endeudamiento de los hogares estadounidenses más baja (y una cifra de endeudamiento del sector empresarial de Estados Unidos más alta) que la cantidad calculada de una manera metodológicamente comparable con la forma de calcular el endeudamiento de los hogares en las cuentas de la zona del euro. En el gráfico adjunto, la parte que corresponde al endeudamiento total del sector empresarial no societario establece el límite superior de esta diferencia.

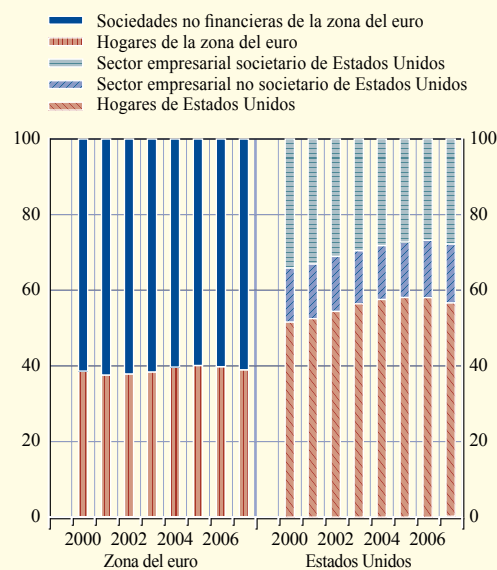
Para ser plenamente comparables, las cifras de endeudamiento empresarial de las dos áreas económicas deberían también ser corregidas de diferencias en la valoración de los valores distintos de acciones. En las cuentas de la zona del euro, los valores distintos de acciones se contabilizan por su precio de mercado, mientras que en las FFA estadounidenses dichos valores se contabilizan por su valor nominal ajustado de intereses devengados. De forma similar, las acciones no cotizadas se contabilizan por su valor contable en los datos estadounidenses, mientras que en las cuentas de la zona del euro se proporcionan estimaciones de su valor corriente.

En los datos trimestrales existen algunas diferencias adicionales entre las estadísticas estadounidenses y las cuentas de la zona del euro. Por ejemplo, las NIPA y FFA emplean un concepto de «renta personal disponible neta», que es ligeramente distinto del concepto europeo de «renta disponible neta», ya que incluye las transferencias corrientes e intereses devengados. Estas partidas se contabilizan como parte del «gasto personal», una categoría más amplia que la definición de consumo final individual del SCN 93. Además, las FFA consideran los bienes de consumo duradero de los hogares como activos no financieros, mientras que las NIPA los excluyen de la formación bruta de capital fijo (dando lugar también a una incoherencia entre los dos conjuntos de datos estadounidenses).

A los efectos de este artículo, se han introducido ajustes en los datos de las SNA-USA a fin de permitir, en la medida de lo posible, su comparación con los datos de la zona del euro. Sin embargo, en algunos casos en los que no ha sido posible ajustar los datos de Estados Unidos, se han realizado ajustes en los datos de la zona del euro. Concretamente, en las cuentas de la zona del euro se han consolidado los datos de préstamos y tenencias de acciones entre empresas relacionadas. Por último, no se han armonizado las diferencias en las definiciones de los sectores y en la valoración de los instrumentos, al no disponer de información suficiente para poder realizar estos ajustes.

Desglose del endeudamiento de los sectores no financieros privados de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

3 FINANCIACIÓN EXTERNA DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

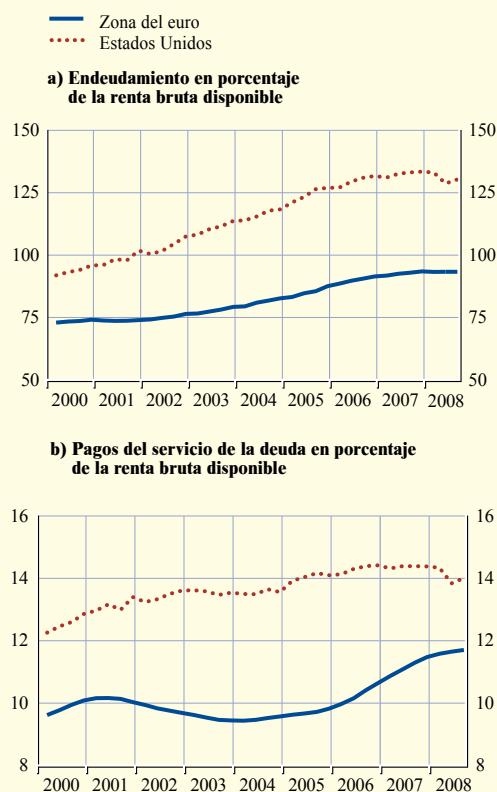
En esta sección se examina la situación financiera global de los hogares en ambas áreas económicas y se describen, a continuación, las principales características de la estructura de financiación de este sector y su evolución en la zona del euro y Estados Unidos en los diez últimos años. Además, se analizan los flujos de financiación externa de ese período, prestando especial atención al tiempo transcurrido desde que se iniciaron las tensiones financieras a mediados del 2007. Debido a las diferencias metodológicas descritas con detalle en el recuadro anterior, las divergencias entre las dos áreas económicas, por ejemplo, en lo relativo al nivel de endeudamiento o de carga de la deuda, pueden ser incluso más pronunciadas de lo que se aprecia en los datos.

SITUACIÓN FINANCIERA

En ambas áreas monetarias, los niveles de endeudamiento de los hogares (definidos como deuda viva en relación con la renta bruta disponible) han seguido siendo elevados en los últimos trimestres, aunque en Estados Unidos, dichos niveles han sido considerablemente más altos. En la zona del euro, el endeudamiento aumentó especialmente en el período comprendido entre el 2003 y comienzos del 2007, tras un período de estabilidad entre el 2000 y el 2002, relacionado con el final del auge de la «nueva economía» y el posterior empeoramiento de la situación económica. En el tercer trimestre del 2008, el nivel de endeudamiento de los hogares en Estados Unidos se situaba en el 130% de la renta disponible, notablemente por encima del nivel registrado en la zona del euro en el mismo período, que era del 93% (véase gráfico 1). Las diferencias en el nivel de endeudamiento entre las dos áreas monetarias podrían proporcionar alguna información sobre las distintas necesidades de desapalancamiento y, por ende, sobre la diferente evolución de la financiación en el futuro. No obstante, los niveles de deuda «sostenibles» son difíciles de calcular teóricamente y cualquier evaluación del endeudamiento medido a nivel macroeconómico, para

Gráfico 1 Endeudamiento de los hogares y pagos del servicio de la deuda

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y Eurostat.

que resulte apropiada, debe complementarse con un análisis de su distribución a nivel micro. Desafortunadamente, no se dispone de los datos necesarios para realizar dicho análisis, ni para los años más recientes ni con la periodicidad adecuada. El aumento de los niveles de deuda en el período comprendido entre los años 2003 y 2006 refleja, principalmente, unas condiciones de financiación favorables, un intenso dinamismo del mercado de la vivienda y unas perspectivas económicas sólidas. El endeudamiento de los hogares se estabilizó en el 2007 y el 2008. Este fenómeno se produjo como resultado de la moderación de la dinámica de los préstamos tras las subidas de los tipos de interés y, posteriormente, con el inicio de las turbulencias de los mercados financieros desencadenadas por la crisis de las hipote-

cas *subprime*, que dieron lugar a una moderación de los precios de la vivienda, que incluso bajaron en Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro. La estabilización se produjo como consecuencia de la moderación de la deuda hipotecaria en las dos áreas monetarias. La deuda hipotecaria es, con diferencia, el principal componente de la deuda de los hogares: en el tercer trimestre del 2008, representaba el 75,9% de la deuda total de los hogares estadounidenses, mientras que los préstamos hipotecarios de las IFM constituían el 63,6% de la deuda viva del sector hogares de la zona del euro en el mismo período.

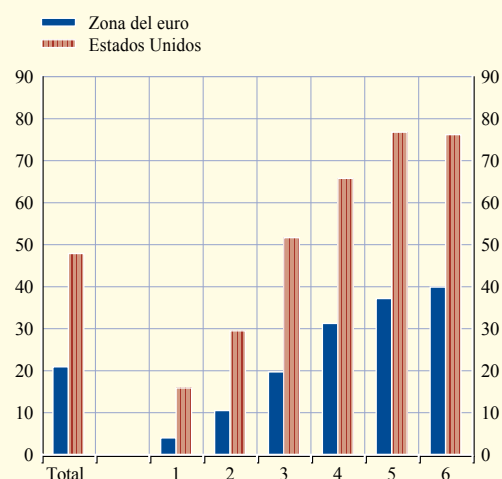
Las variaciones en el nivel de endeudamiento de los hogares pueden ocultar cambios estructurales que les permiten asumir niveles de deuda más altos sin necesidad de incurrir en una mayor carga en concepto de servicio (medida en términos de obligaciones de pago como porcentaje de la renta bruta disponible). En el caso de la zona del euro, esos cambios estructurales también se han asociado, en los últimos años, al proceso de convergencia hacia tasas de inflación y tipos de interés más bajos en varios países en el contexto de la introducción del euro.

El mayor nivel de endeudamiento en Estados Unidos en comparación con la zona del euro se refleja también en una mayor carga en concepto de obligaciones de pago (véanse gráficos 1a y 1b).

No obstante, el mayor nivel de endeudamiento y de pagos del servicio de la deuda en Estados Unidos a nivel macroeconómico refleja, en parte, la proporción considerablemente mayor de hogares con deuda hipotecaria que, a juzgar por los datos microeconómicos (véase gráfico 2), era aproximadamente del 48% en el 2004, en comparación con sólo un 20% en la zona del euro en el 2005 (aunque la dispersión en esta última área monetaria era amplia). Estas diferencias pueden observarse en todas las categorías de renta y, según indican los datos del 2004 en Estados Unidos y los del 2005 en la zona del euro, eran especialmente pronunciadas en el caso de la categoría de renta más baja, en la que el porcentaje de hogares con hipotecas era cuatro veces mayor en Estados Unidos que en la zona del euro.

Gráfico 2 Proporción de hogares con deuda hipotecaria, por niveles de renta

(en porcentaje)



Fuentes: Survey of Consumer Finances (2004) para Estados Unidos y cálculos del BCE para la zona del euro basados en las Estadísticas Comunitarias sobre la Renta y las Condiciones de Vida (2005).

Nota: Los niveles de renta se refieren a los percentiles de población: 1: 0-20; 2: 20-40; 3: 40-60; 4: 60-80; 5: 80-90; 6: 90-100.

Así pues, por una parte, la diferencia en las cargas de la deuda entre Estados Unidos y la zona del euro es considerablemente menor cuando sólo se tienen en cuenta los hogares con una hipoteca. Sin embargo, por otra parte, la proporción notablemente mayor de hogares de renta baja con préstamos hipotecarios en Estados Unidos en el 2004 sugiere una mayor vulnerabilidad de los hogares estadounidenses en comparación con la zona del euro. Puede suponerse que se produjo un nuevo aumento de los préstamos hipotecarios en los hogares de rentas más bajas en el periodo comprendido entre el 2004 y el 2007, cuando, en particular, el segmento *subprime* del mercado hipotecario experimentó un fuerte crecimiento, precisamente en el contexto de las iniciativas que puso en marcha el gobierno de Estados Unidos para elevar la proporción de viviendas en propiedad, especialmente en la categoría de hogares con rentas más bajas, pero también como consecuencia de una estructura de incentivos en el sistema financiero que favorecía cada vez más, como fuente de ingresos, las comisiones generadas mediante la titulización de préstamos. El aumento de la financiación hipotecaria a los hogares de rentas más bajas en Estados Unidos vino

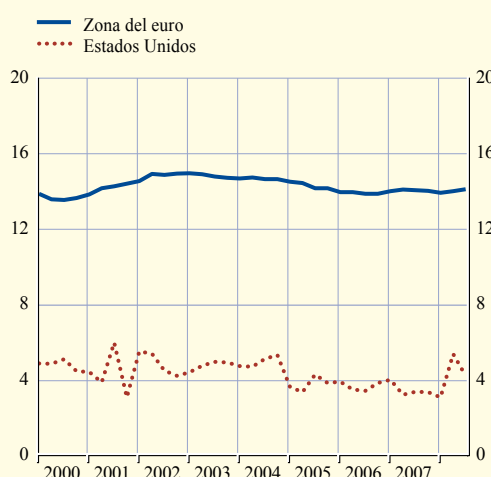
acompañado en el periodo 2004-2007 por el desarrollo de diversos productos que dejaron a los hogares en una situación de mayor sensibilidad frente a las variaciones de los precios de la vivienda y de los tipos de interés. Mientras que, en Estados Unidos, la deuda hipotecaria se había basado tradicionalmente en las hipotecas a tipo de interés fijo, en el periodo comprendido entre el 2004 y el 2007, el crecimiento del segmento *subprime* del mercado hipotecario se tradujo en una creciente importancia de las hipotecas a tipo de interés variable, de los llamados tipos «teaser» o de estímulo (es decir, tipos de interés variables que son muy bajos durante un período inicial), de las hipotecas que sólo pagaban intereses y de las hipotecas con amortización negativa (es decir, aquellas en las que, durante un período, las cuotas del préstamo son inferiores a los intereses incurridos). Varios de estos productos, que se basaban en gran medida en el supuesto de un incremento constante de los precios de la vivienda, contribuyeron de forma notable a la eclosión de las turbulencias financieras cuando dichos precios comenzaron a moderarse. Por último, la mayor vulnerabilidad de los hogares estadounidenses a la evolución de los precios de la vivienda tiene también su origen en el hecho de que los reembolsos del capital inmobiliario (es decir, la decisión de los consumidores de obtener préstamos sobre el valor de su vivienda) han desempeñado un papel importante en los últimos años como fuente de financiación del consumo.

Por el contrario, a nivel de la zona del euro, ese tipo de reembolsos han seguido siendo relativamente poco importantes en los últimos años. No obstante, en algunos países de la zona, los tipos de interés hipotecarios variables han desempeñado, tradicionalmente, un papel más destacado que en Estados Unidos, lo que implica que los hogares que han suscrito este tipo de contratos tienen más posibilidades de verse afectados por las variaciones de los tipos de interés.

Así pues, en general y teniendo en cuenta la distribución de la deuda entre las distintas categorías de renta, la importancia de los reembolsos del capital inmobiliario para fines de consumo y las características, en cuanto a tipos de interés, de

Gráfico 3 Tasas normalizadas de ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis y cálculos del BCE.

Nota: Se han introducido ajustes en los datos de Estados Unidos a fin de permitir su comparación con los datos de la zona del euro. La inversión neta en bienes de consumo duradero se ha excluido del ahorro, y los pagos por intereses personales y transferencias corrientes se han excluido de la renta disponible.

los contratos hipotecarios descritos anteriormente, los hogares de Estados Unidos siguen siendo más vulnerables que los de la zona del euro. Este fenómeno adquiere particular importancia habida cuenta de las diferencias en las tasas de ahorro (ahorro de los hogares dividido por su renta bruta disponible) entre ambas áreas económicas. Como se muestra en el gráfico 3, en la zona del euro, dichas tasas, aunque se han ido reduciendo, se han mantenido en niveles de entre el 13,5% y el 15% desde el año 2000, mientras que en el caso de los hogares estadounidenses, se han situado en torno al 4% durante este periodo. Ceteris paribus, esto significa que la riqueza neta de los hogares (es decir, los activos totales menos los pasivos totales) ha aumentado de forma notablemente más rápida en la zona del euro que en Estados Unidos. Además, si se examinan las cifras de capacidad o necesidad de financiación, se observa que, entre los años 2000 y 2008, los hogares de la zona del euro fueron proveedores netos de fondos, mientras que los de Estados Unidos fueron prestatarios netos. Al mismo tiempo, la ratio de

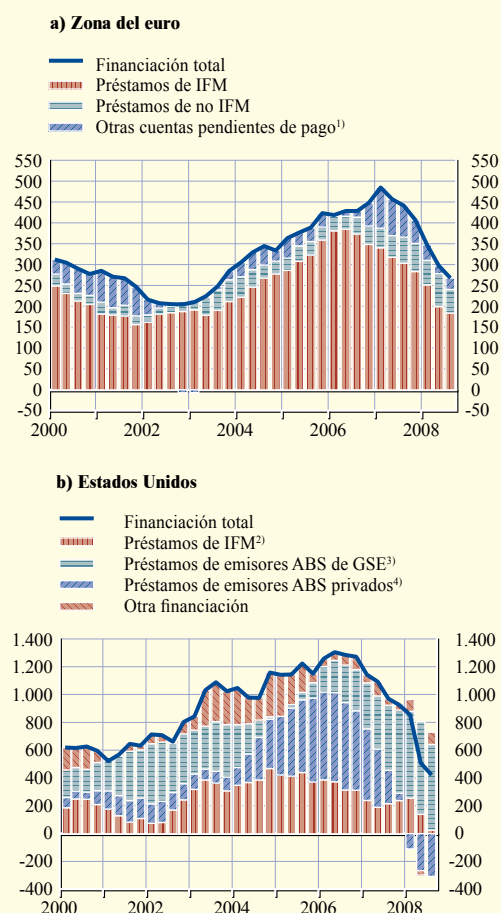
activos financieros totales (es decir, la riqueza financiera bruta) con respecto a la deuda fue más elevada en el caso de los hogares estadounidenses que en los de la zona del euro, lo que ayuda a poner en cierto modo en perspectiva las diferentes tasas de ahorro. Finalmente, en la zona del euro, la capacidad para hacer frente a la carga financiera sigue estando determinada, sobre todo, por la evolución de la renta, mientras que en Estados Unidos, la situación financiera de los hogares se ve afectada más directamente por el valor de la vivienda como garantía y también es más sensible a la evolución negativa de las cotizaciones bursátiles, dada la composición de sus tenencias de activos (en la zona del euro, dichas tenencias están dominadas por los depósitos y los productos de seguro).

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

En términos generales, la dinámica de la financiación de los hogares en la zona del euro y Estados Unidos fue relativamente similar entre el 2000 y el tercer trimestre del 2008 (véase gráfico 4). En el período comprendido entre el 2000 y principios del 2003, la financiación de los hogares se redujo en la zona del euro y se mantuvo relativamente estable en Estados Unidos, como consecuencia de la desaceleración económica que siguió al final del auge de la nueva economía, con sus favorables condiciones de financiación para los hogares de ambas áreas económicas. En el período 2003-2006, la evolución fue similar en estas dos áreas, reflejo de la expansión del crédito basada en unas favorables condiciones de financiación, en las expectativas de un robusto crecimiento del producto y en los bajos niveles de los tipos de interés. En el período comprendido entre el 2007 y el tercer trimestre del 2008, la moderación de la inflación de los precios de la vivienda, acompañada de un debilitamiento de la demanda de viviendas y de una caída de la oferta de financiación, dio lugar a una reducción de los flujos de financiación en las dos áreas económicas. Sin embargo, a pesar de esta evolución comparable de las tendencias principales, pueden observarse diferencias considerables al examinar con detalle las fuentes de financiación, como indica el gráfico 4. En par-

Gráfico 4 Financiación de los hogares

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de unidades monetarias locales)



Fuentes: BCE, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y cálculos del BCE.

1) Incluye también los créditos comerciales y los pasivos netos de derivados financieros.

2) Entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

3) Préstamos de empresas patrocinadas por el Estado (Government Sponsored Enterprises – GSE) y de agrupaciones de hipotecas respaldadas por agencias y por GSE.

4) Préstamos de emisores privados de bonos de titulización.

ticular, la financiación mediante préstamos en el caso de los hogares de la zona del euro ya había alcanzado un máximo a principios del 2006, en línea con el máximo del ciclo de la vivienda y de las subidas de los tipos de interés, y, hasta el tercer trimestre del 2008, no dio señales de que estuviera acusando un impacto adicional significativo derivado de las turbulencias financieras. Además, en la zona del euro, los préstamos de las

IFM siguieron representando, con mucho, el grueso de la financiación.

En lo que respecta a los hogares estadounidenses, el gráfico revela la importancia de las empresas patrocinadas por el gobierno en la financiación de la vivienda, especialmente en el período 2000-2003. No obstante, en el 2004, los nuevos límites que la regulación impuso a esas empresas (es decir, los mayores requerimientos de capital y controles de los balances) redujeron su importancia en la financiación externa de los hogares. Entonces, entraron en escena los emisores privados de bonos de titulización de activos y, por las razones expuestas en la sección 2, su importancia como fuente de financiación de los hogares aumentó de forma acusada en el período 2004-2006. Un gran número de estos emisores eran entidades no depositarias menos reguladas, que en muchos casos actuaban como filiales de bancos de inversión.

Sin embargo, con los precios de la vivienda en descenso y los tipos de interés en aumento, la crisis de las hipotecas *subprime* desencadenó las turbulencias financieras, durante las cuales se secó el mercado de bonos de titulización hipotecaria privados. Ello dio lugar a una moderación de la financiación de los hogares entre finales del 2006 y principios del 2008, que se redujo aproximadamente a la misma velocidad con que había crecido entre el 2004 y el 2006. Además, en el segundo y tercer trimestres del 2008, la financiación a través de bonos de titulización hipotecaria privados contribuyó significativa y negativamente a la financiación externa de los hogares (es decir, reduciendo su financiación externa total). Al mismo tiempo, dado que el denominado modelo «originar para distribuir» de préstamos bancarios demostró entrañar más riesgos de lo que se había pensado anteriormente para las entidades de crédito en las que se originaban los préstamos, éstas no compensaron la caída de la oferta de financiación a los hogares proveniente de emisores privados de bonos de titulización hipotecaria, de modo que, en el tercer trimestre del 2008 y en cifras interanuales, prácticamente sólo las empresas patrocinadas por el gobierno (principalmente Fan-

nie Mae y Freddie Mac, que, desde el 7 de septiembre de 2008 se encuentran bajo el control de la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda) contribuyeron positivamente a la financiación de los hogares. En conjunto, los flujos de financiación externa a los hogares se redujeron a un tercio del nivel máximo alcanzado en el 2006 en el tercer trimestre del 2008, y a la mitad entre el segundo y el tercer trimestres de ese mismo año, como consecuencia de la intensificación de las turbulencias.

La evolución general de la financiación de los hogares en la zona del euro entre el 2000 y mediados del 2006 fue relativamente similar a la descrita en el caso de Estados Unidos. Concretamente, entre el 2003 y finales del 2006, se duplicaron las operaciones anuales relacionadas con este tipo de financiación, un incremento del mismo tamaño que el observado en Estados Unidos. La titulización de los préstamos se desarrolló rápidamente, aunque a una escala considerablemente menor que en Estados Unidos (expresada en porcentajes del PIB, la titulización de los préstamos se situó en torno al 3% en la zona del euro cuando alcanzó su máximo en el 2006, frente al 17% registrado en Estados Unidos) y contribuyó positivamente a la financiación de los hogares, especialmente de las hipotecas⁴, entre el 2003 y el 2006. Al mismo tiempo, los préstamos originados y mantenidos por las IFM siguieron siendo, con mucho, la principal fuente de financiación exterior de los hogares de la zona del euro durante todo el período. Es de destacar que, desde el inicio de la crisis financiera, a mediados del 2007, hasta el tercer trimestre del 2008, los flujos de financiación de los hogares se han reducido a la mitad en comparación con el máximo del 2006 en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, se redujeron a un tercio en el mismo período. Los datos disponibles más recientes sobre el cuarto trimestre del 2008 para Estados Unidos sugieren que las operaciones anuales de financiación externa (flujos anuales) se redujeron de forma significativa en comparación con el ter-

4 Para un análisis cuantitativo, véanse los gráficos 1 y 2 del artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

cer trimestre, e incluso se tornaron negativas. Ello refleja los flujos internuales negativos observados hasta el final del 2008 en todos los subcomponentes, salvo en los préstamos proporcionados por emisores de bonos de titulización de activos patrocinados por el gobierno (principalmente, Fanny Mae y Freddie Mac). Los préstamos de las IFM siguieron siendo la principal fuente de financiación externa para los hogares de la zona del euro durante todo el período de turbulencias financieras. Posiblemente, este hecho se deba, en parte, a la posibilidad que tienen las IFM del área del euro de recomprar los títulos creados con la titulización de sus propios préstamos, con vistas a su posible utilización para obtener liquidez del BCE, aspecto que cobró más importancia cuando, en octubre del 2008, el BCE comenzó a realizar operaciones de provisión de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Así pues, esta opción podría haber aliviado las tensiones que experimentaron las IFM de la zona del euro como consecuencia de la considerable moderación de las titulizaciones basadas en el mercado observada desde agosto del 2007.

4 FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

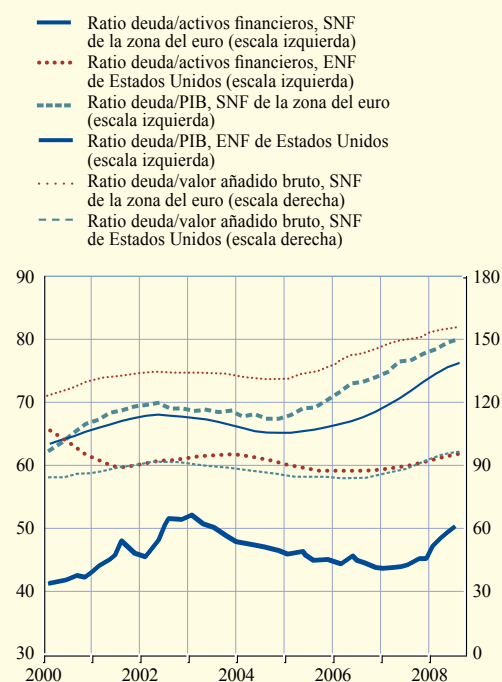
En esta sección se describe la situación financiera global de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos, y se describen, a continuación, las principales características de la estructura de financiación de este sector y su evolución en los diez últimos años. Además, se analiza el crecimiento de la financiación externa durante ese período, prestando especial atención al tiempo transcurrido desde que se iniciaron las tensiones financieras en los mercados a mediados del 2007. Debe tenerse presente que existen algunas diferencias metodológicas en los datos sobre los sectores no financieros de las dos áreas económicas, que se describen en el recuadro anterior.

SITUACIÓN FINANCIERA

En los últimos años, las sociedades no financieras, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos,

Gráfico 5 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Nota: El sector de empresas no financieras (ENF) de Estados Unidos no es directamente comparable con el de sociedades no financieras de la zona del euro, dado que el primero no comprende las empresas no societarias.

han acumulado un volumen considerable de deuda, que ha hecho que las ratios de endeudamiento con respecto al PIB aumenten hasta máximos históricos, situándose en el 80%, en la zona del euro, en el tercer trimestre del 2008, y en el 76%, en el caso de las empresas no financieras de Estados Unidos⁵ (véase gráfico 5)⁶. Así pues, las ratios de deuda de las sociedades no financieras fueron similares en las dos

5 El sector de empresas no financieras de Estados Unidos es el más comparable con el de sociedades no financieras de la zona del euro. Sin embargo, incluye las empresas individuales y las sociedades personalistas que, en la zona del euro, forman parte del sector de hogares.

6 Las ratios de las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos, como la ratio de endeudamiento en relación con el valor añadido bruto, no son directamente comparables. Para Estados Unidos, esta ratio sólo se puede calcular para el sector de empresas societarias no financieras, que no incluye las empresas no societarias no financieras, mientras que estas empresas sí se incluyen en el sector de sociedades no financieras de la zona del euro.

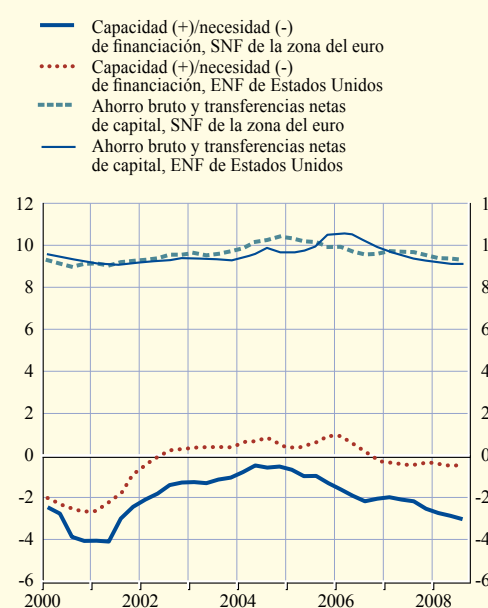
áreas económicas. Dado que el nivel de ahorro de las empresas no financieras estadounidenses ha sido superior o prácticamente igual a su nivel de formación de capital, las necesidades de financiación de las empresas no financieras en Estados Unidos se han situado en niveles próximos a cero en los últimos años. Por consiguiente, el aumento del nivel de su deuda guarda relación, principalmente, con la inversión financiera (fusiones y adquisiciones)⁷ y con las recompras de acciones. Por el contrario, en la zona del euro, las sociedades no financieras han utilizado en mayor medida recursos externos para financiar tanto la formación de capital como la inversión financiera, habiendo aumentado esta última, en particular, en el bienio 2005-2006 en el contexto de las fusiones y adquisiciones. A diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, las recompras de acciones por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro han sido limitadas en los diez últimos años.

Como consecuencia de la notable adquisición de activos financieros por sociedades no financieras, sus ratios de deuda respecto a los activos financieros se mantuvieron mucho más estables que las ratios respecto al PIB en ambas áreas económicas. En Estados Unidos, la ratio deuda/activos financieros del sector de empresas no financieras fue algo más elevada (61,4% en el tercer trimestre del 2008) que la registrada por las sociedades no financieras de la zona del euro (50,7% en el mismo trimestre). Sin embargo, la ratio que registraron estas últimas fue bastante similar a la de las empresas societarias no financieras de Estados Unidos (49,9% en el tercer trimestre del 2008), lo que podría indicar que, en los diez últimos años, las empresas más grandes, en particular, han acumulado considerables tenencias de activos financieros.

La favorable situación económica imperante entre el 2003 y mediados del 2007 dio lugar a un aumento en la generación de recursos internos (ahorro bruto y transferencias netas de capital) por parte de las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 6). Desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008, la generación de recursos internos por las sociedades no financieras se redujo en las dos áreas económicas como consecuencia

Gráfico 6 Ahorro y necesidad de financiación de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje del PIB)



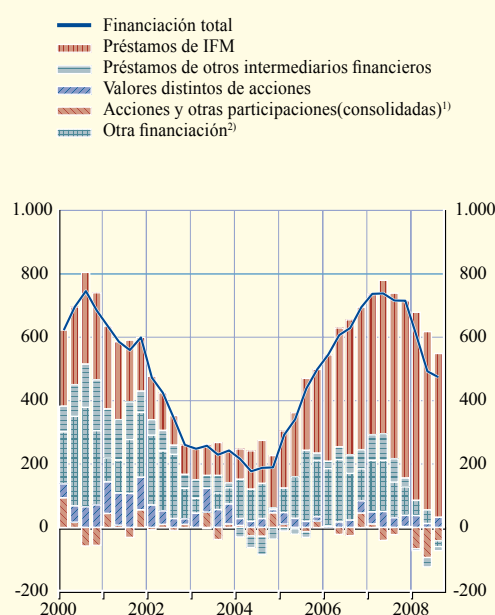
Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.
 Nota: La capacidad (+)/necesidad (-) de financiación es aproximadamente igual al ahorro bruto y las transferencias netas de capital menos la formación bruta de capital.

del deterioro de las perspectivas generales de la economía. Durante el mismo período, la ratio de recursos internos respecto al PIB de las sociedades no financieras se mantuvo en niveles similares en las dos áreas económicas. Además, la evolución de los recursos internos de las sociedades no financieras de la zona del euro contribuyó, junto con el aumento de la formación de capital, a un incremento de un punto porcentual, aproximadamente, de sus necesidades de financiación netas, que se situaron en el 3% del PIB en el tercer trimestre del 2008. En Estados Unidos, por el contrario, las necesidades de financiación de las em-

7 Cuando una empresa absorbe otra y se convierte claramente en el nuevo propietario, la operación se denomina adquisición. Desde el punto de vista legal, la compañía adquirida deja de existir, el comprador absorbe la empresa y las acciones del comprador siguen negociándose. Se produce una fusión cuando dos empresas, con frecuencia de un tamaño similar, acuerdan funcionar como una única nueva empresa, en lugar de funcionar por separado, con distintos propietarios. Las acciones de las dos empresas se rescatan y se sustituyen por acciones emitidas por la nueva compañía.

Gráfico 7 Desglose de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de euros)



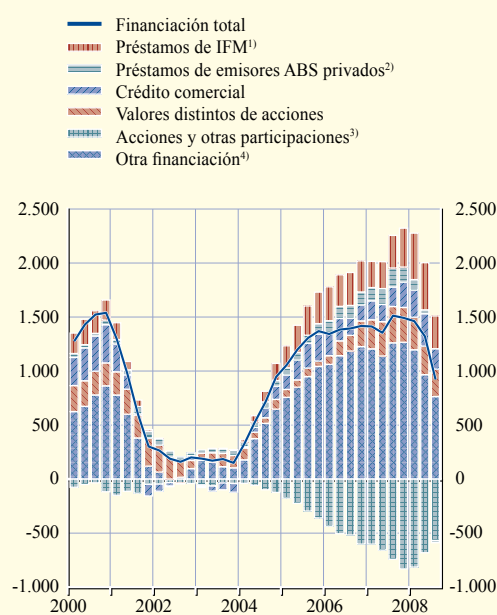
Fuente: BCE.

1) A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, las acciones y otras participaciones se han «consolidado», excluyendo las inversiones en acciones de las propias sociedades no financieras.

2) «Otra financiación» incluye otras cuentas pendientes de pago y los compromisos directos por pensiones. A fin de facilitar la comparación con los datos de Estados Unidos, los préstamos entre empresas relacionadas se han «consolidado», excluyendo los préstamos concedidos por las sociedades no financieras dentro de la zona del euro.

Gráfico 8 Desglose de la financiación de las empresas no financieras de Estados Unidos

(suma móvil de cuatro trimestres de las transacciones; mm de dólares estadounidenses)



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

1) Entidades de crédito, entidades de ahorro y cooperativas de crédito.

2) Préstamos de emisores privados de bonos de titulización.

3) Emisión neta de acciones y otras participaciones menos adquisición neta de acciones y otras participaciones.

4) No se dispone de un desglose más detallado.

presas no financieras se mantuvieron bastante estables y en niveles próximos a cero desde el cuarto trimestre del 2006 hasta el tercer trimestre del 2008, al descender en ese período tanto los recursos internos como la formación de capital. Así pues, en promedio, las sociedades no financieras estadounidenses han financiado su formación bruta de capital con cargo a los beneficios no distribuidos.

ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN

Por lo que respecta a la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, los recursos provenientes del sistema bancario han desempeñado, tradicionalmente, un papel importante, siendo los préstamos de las

IFM la principal fuente de financiación externa. En el período comprendido entre el 2000 y el 2003, dichos préstamos constituyeron, en promedio, el 37% de la financiación externa total (en flujos anuales). Entre el 2004 y el segundo trimestre del 2007, la financiación bancaria representó, en promedio, un 63% (véase gráfico 7)⁸. No obstante, estos elevados niveles de financiación bancaria probablemente re-

8 A efectos de comparación con Estados Unidos, la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se define como préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la zona del euro), valores distintos de acciones emitidos, acciones netas emitidas (acciones emitidas menos acciones adquiridas), otras cuentas pendientes de pago y reservas para fondos de pensiones. Al excluir los préstamos entre empresas relacionadas dentro de la zona del euro y consolidar las emisiones y adquisiciones de acciones y otras participaciones, esta definición se aproxima más a la de la financiación externa de las empresas no financieras que figura en las cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos.

flejan también las favorables condiciones para este tipo de financiación en comparación con otras fuentes de financiación externa. Los préstamos de otros intermediarios financieros⁹ también cobraron mayor importancia, especialmente en el período transcurrido entre el 2006 y el primer semestre del 2007, alcanzando en el segundo trimestre de este último año un máximo del 11% de la financiación externa total de las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que indica que las operaciones de titulización y los préstamos sindicados desempeñaron un papel cada vez más importante en ese período. Las emisiones de valores distintos de acciones y las emisiones netas de valores de renta variable (emisiones menos adquisiciones) por parte de las sociedades no financieras representaron, en promedio, el 11% y el 0,5%, respectivamente, de su financiación externa total desde el año 2000 hasta el segundo trimestre del 2007, lo que indica la importancia limitada de la financiación en los mercados para las sociedades no financieras de la zona del euro.

A diferencia de la zona del euro, las empresas no financieras de Estados Unidos recurren en general, en mucha mayor medida, a fuentes de financiación no bancaria (véase gráfico 8). En el 2002 y el 2003, la financiación bancaria (préstamos originados y mantenidos por las entidades de crédito) contribuyó de forma ligeramente negativa (tomando como base los flujos anuales) a la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses (es decir, redujo su financiación externa total). En el período comprendido entre el 2004 y el segundo trimestre del 2007, la financiación bancaria ascendió, en promedio, al 18% de la financiación externa total de dichas empresas (en flujos anuales), mientras que, en el período correspondiente a la crisis financiera, es decir, entre el tercer trimestre del 2007 y el tercer trimestre del 2008, representó un 29%. En comparación con la zona del euro, la financiación mediante emisión de valores distintos de acciones constituye un porcentaje más elevado de la financiación externa de las empresas no financieras en Estados Unidos (un 32% en el período comprendido entre el 2000 y el segundo trimestre del 2007). Por el contrario, la emisión neta de ac-

ciones y participaciones ha sido negativa en el sector de empresas no financieras de Estados Unidos durante todo el período considerado, como resultado de las adquisiciones de este tipo de valores en el contexto de recompras de acciones y operaciones de fusión y adquisición de empresas.

Los préstamos procedentes de emisores de bonos de titulización de activos han adquirido considerable importancia en los últimos años y, en el tercer trimestre del 2007, representaban el 11% de la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses. Además, la partida de «otra financiación» representa un porcentaje muy elevado de la financiación externa, lo que introduce cierta incertidumbre en la interpretación de los datos de Estados Unidos. Según los datos del sector de empresas no financieras con forma societaria, en los últimos años, la sindicación de préstamos se ha convertido en un elemento cada vez más importante de la financiación externa y, en el 2007, representaba el 15% de la misma. La mayoría de las sindicaciones han sido realizadas por emisores de bonos de titulización, según los datos que recogen las cuentas de flujo de fondos de Estados Unidos. No obstante, en el tercer trimestre del 2008, la proporción de préstamos sindicados bajó hasta el 8% según datos basados en flujos anuales.

Para estudiar la evolución de la financiación externa de las sociedades no financieras en la zona del euro y Estados Unidos, se hace hincapié en la evolución de los distintos instrumentos de financiación, especialmente en el período de turbulencias en los mercados financieros.

En la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa total de las sociedades no financieras se situó en el 3,8% en el tercer trimestre del 2008 y fue, por lo tanto, considerablemente inferior a la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a estas sociedades, que ascendió al 12,2% en el mismo trimestre (véase

9 «Otros intermediarios financieros» incluye las entidades especiales de financiación.

gráfico 9). Estas cifras podrían ser indicativas de un posible efecto sustitución entre las distintas fuentes de financiación externa, que tendría su origen en las tensiones de los mercados financieros y que se manifestaría en una tendencia a recurrir en mayor medida a los préstamos de las IFM.

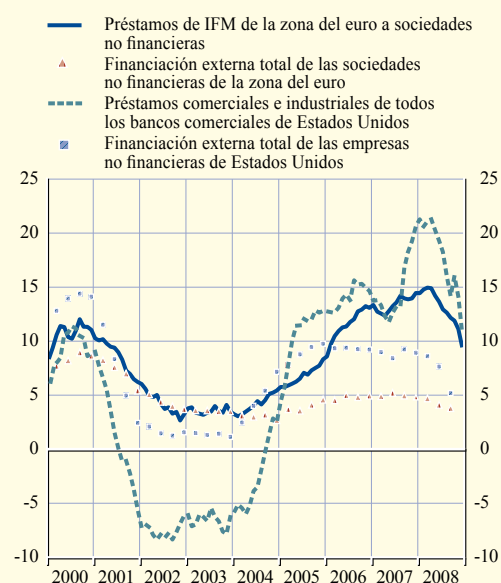
El recurso relativamente menor a las acciones y participaciones en comparación con la financiación mediante préstamos, por parte de las sociedades no financieras, en el período 2004-2008, probablemente guarda relación con el coste real, considerablemente menor, que a estas sociedades les supone la financiación mediante deuda. Además, el mayor recurso a la titulización, en virtud de la cual se dieron de baja préstamos en los balances de los bancos, y la venta de préstamos en el mercado secundario en los últimos años, han permitido a las entidades de crédito contar con un margen de maniobra adicional para conceder préstamos a las sociedades no financieras en condiciones competitivas en comparación con otras fuentes de financiación externa. El período comprendido entre el 2003 y mediados del 2007 se caracterizó asimismo por una fuerte acumulación de recursos internos que contribuyó también al menor crecimiento de las emisiones de capital.

Considerando el período siguiente al inicio de las tensiones en los mercados financieros, a mediados del 2007, los préstamos bancarios crecieron de forma pronunciada hasta el primer trimestre del 2008, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

En la zona del euro, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, han cobrado mayor importancia y representan, en promedio, un 95% de su financiación externa, mientras que la financiación obtenida mediante otros instrumentos se ha reducido considerablemente. En primer lugar, la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro a través de otros intermediarios financieros ha experimentado una notable caída en el contexto de las turbulencias financieras. En el tercer trimestre del 2008, la contribución de los préstamos concedidos por estos intermediarios a la financiación externa anual de las sociedades no financieras fue negativa, lo que indica un descen-

Gráfico 9 Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.
Nota: La financiación externa incluye el total de pasivos financieros.

so de las titulizaciones y de los préstamos sindicados. En segundo lugar, la emisión de valores distintos de acciones por estas sociedades se redujo, en promedio, hasta un 4,8% de su financiación externa total desde el tercer trimestre del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008. En tercer lugar, la financiación neta negativa mediante acciones (flujos anuales) en los tres primeros trimestres del 2008 fue resultado de un descenso de las emisiones de renta variable por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro y de un aumento de las compras de acciones.

En Estados Unidos, la aceleración transitoria del crecimiento de los préstamos registrados se vio afectada de forma notable por la reintermediación, ya que las entidades de crédito incluyeron de nuevo en sus balances los activos titulizados, mientras que, en la zona del euro, la escala de esos efectos ha sido mucho más limitada. Además, los efectos de sustitución que se han traducido en un mayor recurso a los préstamos bancarios en el contexto de las tensiones en los mercados financieros, con un en-

torno de mercado en el que la emisión de valores de renta fija se ha tornado más difícil, probablemente serán más significativos en Estados Unidos, debido a que los valores de este tipo emitidos por las sociedades no financieras estadounidenses tienen más importancia en la financiación externa que los emitidos por sus homólogas de la zona del euro. Además, las normas contables de Estados Unidos permiten que los préstamos bancarios que se vendan a entidades no bancarias durante un proceso de titulación se eliminen de los balances de los bancos más fácilmente que en la zona del euro, lo que también habría reforzado la reintermediación de los préstamos. Al mismo tiempo, los préstamos bancarios tienen una importancia considerablemente menor como instrumento de financiación externa para las sociedades no financieras de Estados Unidos que para las de la zona del euro.

Además, en Estados Unidos puede observarse que, en los últimos trimestres, se ha producido también una reducción sustancial de la financiación proveniente de otras fuentes (incluidos los *hedge funds*). Es probable que esta reducción refleje una disminución de las fusiones y adquisiciones y de las compras apalancadas y una considerable reducción en las fuentes de financiación para dichas actividades, en consonancia con la notable caída de los préstamos sindicados observada en el primer semestre del 2008. Esta reducción de los recursos se refleja, en cierta medida, en una contribución neta menos negativa de las acciones y otras participaciones a la financiación total. Aunque ambas partidas están relacionadas hasta cierto punto (a través de la financiación de los programas de recompra de acciones), esa contribución neta menos negativa también podría reflejar factores de demanda de las sociedades no financieras, ya que dichos programas son mucho menos atractivos en un entorno de menor rentabilidad. En el cuarto trimestre del 2008, para el que sólo se dispone hasta ahora de los datos correspondientes a Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las empresas no financieras estadounidenses volvió a caer hasta el 4,3% (desde el 5,5% registrado en el tercer trimestre), debido, sobre todo, a un considerable descenso de las operaciones (flujos anuales) de presta-

mos bancarios a este tipo de empresas. Esta evolución refleja tanto la desaceleración de la actividad económica como un endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos.

5 CONCLUSIÓN

En el presente artículo se comparan la estructura y la evolución de la financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras de la zona del euro y Estados Unidos. Una de las principales diferencias entre las dos áreas económicas es que el sistema financiero de la zona del euro se basa, en gran medida, en las entidades de crédito, mientras que, en Estados Unidos, la financiación basada en los mercados financieros y la proveniente de entidades no bancarias (tanto directamente como a través de las ventas y titulaciones de préstamos originados por los bancos) desempeñan un papel mucho más prominente.

Por lo que respecta a la evolución de la financiación externa en el período de turbulencias financieras que se inició a mediados del 2007, la tasa de crecimiento de la financiación externa de los hogares y de las sociedades no financieras se ha reducido tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En el caso de los hogares estadounidenses, esta reducción se debe, en parte, a la moderación de la demanda, pero también al hecho de que el mercado de emisores privados de bonos de titulación se secó durante el período de turbulencias financieras y las entidades de crédito no pudieron actuar como sustitutos perfectos, ya que el riesgo implícito en los balances de los bancos por los préstamos titulizados resultó ser mayor de lo que se pensaba anteriormente. Además, el aumento del riesgo de los prestatarios, como consecuencia de la pérdida de valor de los activos, también podría haber contribuido a que las entidades de crédito se mostrasen más renuentes a la hora de conceder préstamos. Dentro de la zona del euro, la moderación de los flujos de financiación a los hogares fue acusada, pero precedió al inicio de las turbulencias financieras y, hasta ahora, ha sido mucho menos pronunciada que en Estados Unidos. Es probable que esta diferencia radique en el hecho de que, en la zona

del euro, la financiación de los hogares depende menos de fuentes ajenas a las IFM y, en particular, se recurra menos a la titulización de los préstamos. Por otra parte, la posibilidad de que las IFM reten-gan los bonos derivados de sus propias operaciones de titulización, a fin de crear garantías para las ope-raciones de liquidez del BCE podría haber ayudado a mantener un cierto flujo de financiación. Por lo que respecta a las sociedades no financieras de am-bas áreas económicas, los préstamos bancarios han cobrado cada vez más importancia en relación con su financiación externa total desde el inicio de las turbulencias financieras. Concretamente, en el caso de las empresas no financieras de Estados Unidos,

este cambio podría guardar relación con los proble-mas existentes actualmente para transferir dichos préstamos a terceros mediante operaciones de ven-ta y titulización, dado que esos mercados se han agotado parcialmente. Si bien los criterios de con-cesión de créditos bancarios y el coste de la finan-ciación de las sociedades no financieras se han tor-nado notablemente más restrictivos en ambas áreas económicas, con información hasta el tercer tri-mestre del 2008, no se apreciaban indicios claros de que las restricciones cuantitativas al crédito ha-yan afectado de forma significativa a la evolución de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro.