

LA CRISIS FINANCIERA DESDE LA ÓPTICA DE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA DE LOS FLUJOS DE FONDOS

ARTÍCULOS

La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos

La crisis financiera global que estalló en 2008 ha puesto de manifiesto cómo la acumulación de desequilibrios financieros en diversos sectores de la economía, junto con la innovación en el sistema financiero, pueden generar intensos efectos de retroalimentación entre las variables financieras y reales de la economía. La crisis ha subrayado la importancia de analizar la evolución de los saldos y los flujos financieros, así como la necesidad de considerar tanto las cantidades como las variables de precios. En este artículo se examinan las distintas fases de la crisis financiera desde la perspectiva de las cuentas integradas de la zona del euro, que proporcionan información exhaustiva sobre la evolución económica y financiera por sector institucional, y se centra en tres aspectos principales: la evolución y la interacción de los balances financieros por sectores, la dinámica del apalancamiento por sectores y los cambios asociados en los patrones de intermediación financiera en las sucesivas etapas de la crisis.

I INTRODUCCIÓN

Desde la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, se han realizado grandes esfuerzos para describir y explicar la evolución económica antes, durante y después de la crisis financiera asociada. Aunque la crisis se originó en Estados Unidos, donde se habían acumulado sustanciales desequilibrios que finalmente dieron lugar a fuertes perturbaciones en los mercados financieros, las repercusiones fueron globales. En este artículo se analiza la evolución de la zona del euro durante el período transcurrido hasta el primer trimestre de 2011. En particular, considera las interacciones entre las variables reales y financieras de los distintos sectores de la economía durante la fase de acumulación de desequilibrios internos antes de la crisis mundial, así como su resolución durante las fases posteriores de recesión y recuperación. El enfoque de este análisis se centra en los flujos de fondos, y la evolución de la crisis se considera desde la perspectiva integrada y uniforme de las cuentas de la zona del euro¹, que incluyen las cuentas financieras y no financieras de los diversos sectores institucionales (es decir, hogares², sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas) y el resto del mundo, y presentan los datos en términos nominales en lugar de en términos reales (para un análisis conceptual al respecto, véase el recuadro 1). El hecho de disponer de flujos y saldos consistentes facilita el análisis de la acumulación de desequilibrios y de las vulnerabilidades asociadas de los balances.

En este artículo se analizan tres temas principales: las variaciones de los déficits/superávits fi-

nanancieros de los distintos sectores, las tendencias de apalancamiento/desapalancamiento y las modificaciones de los patrones de intermediación financiera. El artículo también considera la heterogeneidad entre países en los déficits/superávits de los diferentes sectores en la zona del euro. En la sección 2 se analizan algunos componentes de las cuentas no financieras, con el fin de examinar la evolución de las diversas fases de la crisis. En la sección 3 se adopta una perspectiva sectorial y se estudian los desplazamientos entre sectores en la dinámica de los superávits/déficits financieros durante las sucesivas etapas de la crisis. La sección 4 se ocupa del comportamiento de los hogares, las sociedades no financieras y las instituciones financieras con respecto al apalancamiento, medido por los ratios deuda-renta y deuda-activos. En la sección 5 se describen los cambios en los patrones de intermediación financiera que se produjeron tras la quiebra de Lehman Brothers y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS NO FINANCIERAS

En esta sección se describe la evolución de la renta, el ahorro y la inversión en la zona del euro, desagregada por sectores, y se analizan las posiciones

1 Para más información, véanse L. Papademos y J. Stark, (eds.), «Cross-checking and the flow of funds», capítulo 7 de la publicación *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, y el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2007. Para una comparación con la evolución en Estados Unidos, véase el artículo titulado «La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: una comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.

2 Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

acreedoras/deudoras netas resultantes (es decir, el superávit/déficit financiero, que también es saldo entre ingresos y gastos)³.

En los ocho años anteriores, aproximadamente, a las perturbaciones que se produjeron en los mercados financieros en 2008, la configuración de la distribución del crecimiento de la renta mostró un patrón tradicional (véase gráfico 1), con un ritmo de crecimiento estable de la renta de los hogares, impulsado por los incrementos salariales. Al mismo tiempo, la renta del sector público creció con bastante fuerza hasta 2008, permitiendo reducir gradualmente los déficits públicos. Aunque en los tres primeros trimestres de 2008 la renta de los hogares todavía aumentó a un ritmo estable, la renta de las sociedades no financieras ya estaba disminuyendo, debido, en parte, a una transmisión incompleta de las perturbaciones que afectaron a los precios de las materias primas en ese período (véase sección 3), y la renta del sector público⁴ descendió.

A partir de septiembre de 2008, el crecimiento de la renta disponible de la zona del euro se desplo-

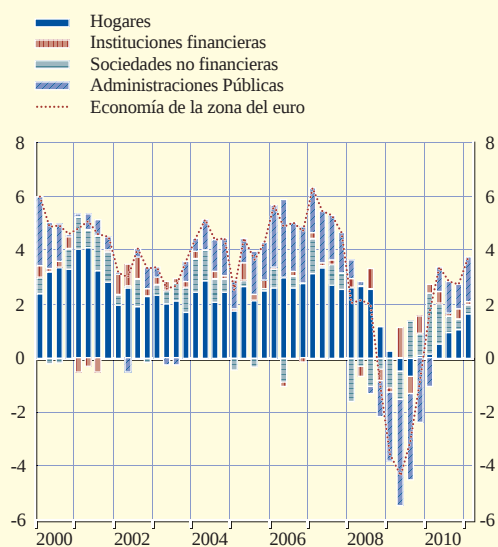
mó, reflejando la caída de la producción nominal⁵. Las fuertes presiones iniciales a la baja sobre la renta de los hogares (impulsadas por una acusada disminución de la remuneración de los asalariados) se vieron mitigadas por el impacto de los estabilizadores fiscales automáticos, sometiendo las cuentas públicas a presión. Tras la recuperación gradual de la actividad que se produjo a partir de mediados de 2009, todos los sectores volvieron a registrar un crecimiento positivo de la renta para el segundo trimestre de 2010, y, a medida que la expansión económica se consolidó en los trimestres posteriores, la distribución de la renta en los distintos sectores se ha ido aproximando a la configuración anterior a la crisis.

La crisis también provocó cambios significativos en los flujos de ahorro y de formación de capital en la zona del euro. La tasa de crecimiento del *ahorro de la zona del euro* había aumentado gradualmente desde 2005 hasta el primer trimestre de 2007 (véase gráfico 2). Esta evolución estuvo impulsada en gran parte, aunque no únicamente, por el sector público, reflejando reducciones de los déficits. La tasa de crecimiento del ahorro de la zona del euro en su conjunto empezó a disminuir en 2007 y pasó a ser negativa repentinamente en el primer trimestre de 2008, en especial en el caso de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras, mientras que, por el contrario, el ahorro de los hogares siguió incrementándose.

Tras registrar una pronunciada contracción en 2008-2009, el crecimiento del ahorro en la zona del euro se recuperó como consecuencia del repunte económico que se produjo, impulsado principalmente por la demanda exterior neta y la formación de capital (en particular, la reposición de

Gráfico 1 Renta bruta disponible de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

3 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y las transferencias de capital netas recibidas sobre las inversiones de capital (capacidad de financiación) o viceversa (necesidad de financiación). También es el saldo de las cuentas financieras, que mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las operaciones con pasivos. Véase también el recuadro 1.

4 La renta de las Administraciones Públicas es distinta de los ingresos públicos, ya que la primera excluye determinadas partidas de gasto. Para más detalles, véase el recuadro 1.

5 El PIB nominal está estrechamente relacionando con la renta nominal disponible, ya que, en las cuentas nacionales, la renta se obtiene únicamente de la producción.

existencias), con un consumo todavía moderado. El ahorro de las sociedades no financieras, beneficiado por esta recuperación, aumentó de nuevo a partir de mediados de 2009. Cuando los estabilizadores fiscales automáticos cambiaron de sentido y las medidas de reducción de los déficits comenzaron a dejar sentir sus efectos, las Administraciones Públicas tuvieron la posibilidad de reducir su tasa de desahorro a partir del segundo trimestre de 2010. En contraposición a esta evolución, a partir del primer trimestre de 2010 los flujos de ahorro de los hogares empezaron a disminuir, en un entorno de mejora de la confianza.

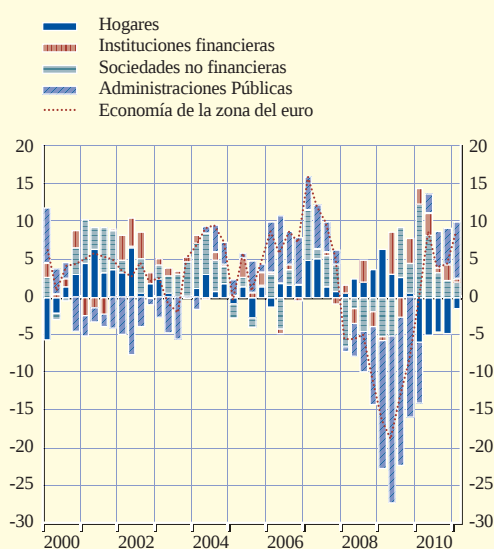
Aún más pronunciado fue el ajuste de las decisiones de *inversión no financiera* de los agentes privados, como puede observarse en el gráfico 3, que muestra el crecimiento de la formación bruta de capital fijo por sectores en términos nominales en la zona del euro. Desde 2002, el crecimiento de la inversión había estado aumentando gradualmente, impulsado principalmente por las sociedades no

financieras. El auge de los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro también es apreciable en las elevadas tasas de crecimiento de la inversión de los hogares. Cuando estos mercados empezaron a perder impulso en torno a 2007, lo mismo sucedió con la inversión de este sector. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el repentino empeoramiento de la crisis financiera provocó una caída considerable de la inversión de los hogares, que fue aún más acusada en el caso de las sociedades no financieras (véase gráfico 3), lo que acentuó la recesión, antes de que comenzara un repunte a mediados de 2009.

El gráfico 4 muestra la *capacidad/necesidad de financiación* por sectores institucionales, que fundamentalmente es el resultado del saldo entre el ahorro y la formación de capital. Durante todo el período de unión monetaria, tanto los hogares como las instituciones financieras han sido prestamistas netos (es decir, han registrado un exceso de ahorro sobre la formación de capital). En 2004, la

Gráfico 2 Ahorro de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Dado que el ahorro de las Administraciones Públicas se ha situado en niveles negativos en los últimos trimestres, una contribución positiva de este sector al crecimiento del ahorro bruto de la zona del euro es simplemente reflejo de la disminución del nivel de desahorro.

Gráfico 3 Formación bruta de capital fijo de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

necesidad de financiación de las sociedades no financieras comenzó a aumentar gradualmente, ya que debían financiar el exceso de inversión sobre beneficios no distribuidos (esto es, el ahorro). Como consecuencia del crecimiento estable de la renta y el ahorro, los Gobiernos tuvieron la posibilidad de recortar simultáneamente sus déficits. Sin embargo, aunque el déficit público de la zona del euro disminuyó progresivamente, la mayor parte de los Gobiernos no aprovecharon la oportunidad que representaban unas condiciones económicas favorables para consolidar suficientemente sus posiciones presupuestarias acelerando la reducción de sus déficits. De hecho, como indica el gráfico 4, las Administraciones Públicas de la zona siguieron registrando déficits en los momentos de mayor expansión económica y no acumularon reservas suficientes durante el período de auge para hacer frente, a corto plazo, a un posible punto de giro del ciclo, y tampoco los activos necesarios para afrontar, a más largo plazo, las consecuencias del envejecimiento de la población. Con todo, aunque la capacidad de financiación de los hogares

y de las instituciones financieras compensó, en general, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas, esta evolución no se tradujo en una variación significativa del déficit exterior (que quedaría reflejado en la balanza por cuenta corriente de la zona del euro).

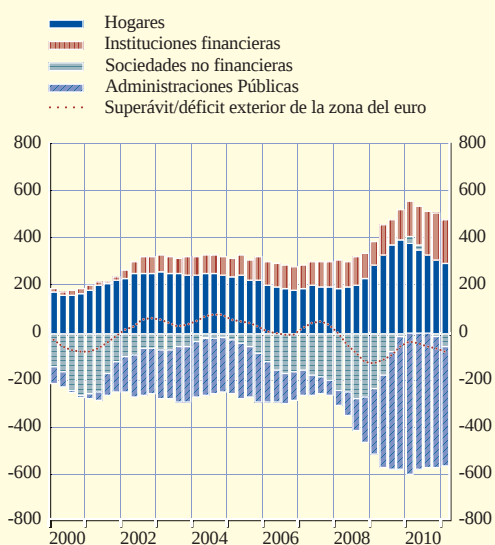
En el período previo a la crisis, y a diferencia de las sociedades no financieras, los hogares empezaron a reducir antes el gasto. Este sector incrementó gradualmente sus superávits financieros en el período 2006-2008, primero mediante una moderación del crecimiento de la inversión residencial y, posteriormente, restringiendo el consumo, aumentando por tanto su ahorro. Este ajuste ejerció considerables presiones a la baja sobre la demanda agregada. Al mismo tiempo, las sociedades no financieras continuaron con su trayectoria expansiva, compensando en cierta medida estos efectos moderadores, y siguieron incrementando su déficit financiero hasta que se produjo la quiebra de Lehman Brothers.

Después de este punto de giro, ambos sectores mejoraron sus saldos financieros simultáneamente: los hogares aumentaron sus superávits, mientras que las sociedades no financieras pasaron bruscamente de registrar déficits financieros a superávits (principalmente, mediante la reducción de la inversión en capital fijo y de las existencias). El repentino descenso de la actividad y la activación de los estabilizadores automáticos sometieron las cuentas públicas a una presión considerable, lo que se plasmó en unos déficits públicos mucho más elevados.

Aparte de observarse algunas debilidades en la configuración de los déficits/superávits de los distintos sectores a escala de la zona del euro, antes de la crisis también se acumularon importantes desequilibrios regionales en la zona. En el gráfico 5 se presenta una descripción alternativa de las posiciones acreedoras/deudoras netas en la zona del euro, y los sectores privados considerados en su conjunto y las Administraciones Públicas se dividen entre países que registraron superávits por cuenta corriente exterior durante la mayor parte

Gráfico 4 Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(suma de cuatro trimestres de operaciones; mm de euros)

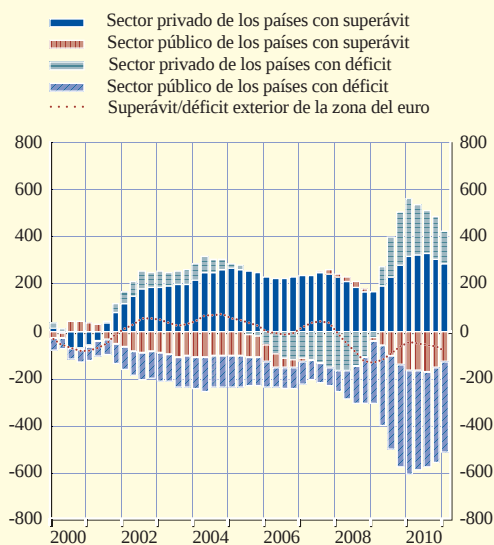


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: La necesidad de financiación de las sociedades no financieras en el período comprendido entre el tercer trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2001 se vio afectada por la adquisición de licencias de telefonía móvil (UMTS).

Gráfico 5 Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro: países con superávit frente a países con déficit

(suma de cuatro trimestres de operaciones; mm de euros)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: «Países con superávit» se refiere a Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia. En este gráfico, el «sector privado» incluye a todos los sectores distintos del sector público.

del período reciente hasta el inicio de la crisis («países con superávit») y los que contabilizaron déficits («países con déficit»). En el período 2006-2008, el aumento de los déficits observado tanto en el sector privado como en el público de los países con déficit quedó cubierto por los elevados superávits de los sectores privados de los países con superávit. Las fuertes presiones sobre las cuentas públicas originadas por la recesión fueron más pronunciadas en los países con déficit, ya que, en términos agregados, no consiguieron equilibrar sus presupuestos en la fase de mayor auge del ciclo (en contraposición a los países con superávit en su conjunto) y porque sus sectores privados realizaron ajustes especialmente pronunciados, pasando de registrar abultados déficits a superávits significativos. Para entonces, el des-

equilibrio geográfico inicial existente en los déficits/superávits del sector privado había dado paso a notables diferencias regionales en los déficits públicos de los distintos países de la zona del euro, lo que finalmente generó dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda en algunos de los países con déficit.

Además de la vulnerabilidad observada en estos sectores, se produjo un incremento considerable del apalancamiento del sector financiero en muchos países de la zona del euro, especialmente en el de otros intermediarios financieros (OIF), así como en el de los hogares y en el de las sociedades no financieras, con un auge en el mercado de la vivienda en varios de ellos. Cuando se sintieron los efectos de la crisis financiera, los precios de los activos experimentaron una brusca caída, lo que aumentó las ratios de apalancamiento (véase sección 4). Las fuentes de financiación de mercado de las entidades de crédito se vieron repentinamente sometidas a fuertes restricciones, como consecuencia de las tensiones en los mercados monetarios, una situación que se vio mitigada por la abundante liquidez que rápidamente proporcionó el Eurosistema⁶. Cuando las entidades de crédito endurecieron sustancialmente las condiciones aplicadas en la aprobación de crédito al sector privado no financiero a finales de 2008⁷, la preocupación sobre la oferta de créditos, en un entorno de elevada incertidumbre, contribuyó a que la moderada desaceleración cíclica se convirtiera en una grave crisis de la economía real. El endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito fue asimismo un factor que propició un cambio en el patrón de intermediación financiera (véase sección 5).

6 Véase, por ejemplo, el gráfico 21.

7 Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, las entidades de crédito empezaron a endurecer las condiciones aplicadas para la aprobación de créditos en 2007, aunque el ritmo de endurecimiento se aceleró en los dos trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers.

Recuadro I

CONCEPTOS UTILIZADOS EN LAS CUENTAS SECTORIALES

Las cuentas sectoriales presentan las cuentas de los sectores institucionales de forma coherente e integrada, vinculando —de modo similar al que se vinculan la cuenta de resultados, los estados de flujos de efectivo y los balances en la contabilidad empresarial¹— empleos/gasto, recursos/ingresos, flujos financieros y su acumulación en los balances de un período con el siguiente.

A tal fin, todas las unidades económicas se clasifican en uno de los cuatro sectores institucionales (esto es, hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas). Sus cuentas se presentan utilizando clasificaciones y normas contables idénticas (las del SEC 95), de forma que cada operación o activo registrado por una unidad será registrada de manera simétrica por la unidad de contrapartida (al menos, en principio). En consecuencia, las cuentas sectoriales presentan los datos con tres restricciones: las cuentas de cada sector deben cuadrar verticalmente (es decir, el exceso de gasto sobre ingresos debe ser equivalente a la financiación); las cuentas de todos los sectores deben cuadrar horizontalmente (es decir, todos los salarios pagados por los sectores deben ser percibidos por los hogares); y las operaciones con activos/pasivos más las ganancias/pérdidas de capital que se derivan de ellas, así como otras variaciones observadas en la cantidad de activos/pasivos, deben ser compatibles con las variaciones de los balances (conciliación de saldos y flujos). Las cuentas sectoriales suelen presentarse en forma matricial, con los sectores en columnas y las operaciones/instrumentos en filas, cuadrando los totales horizontales y verticales (véase el ejemplo en el cuadro)². Las primeras cinco filas del cuadro muestran el gasto y los ingresos de cada sector (desagregados en tipos de gasto/ingreso). En la fila 6 figura la diferencia entre los ingresos y el gasto (el superávit/déficit).

Los conceptos de ingresos y gasto³ se asemejan a los conceptos más tradicionales de recursos y empleos de las cuentas nacionales, aunque generalmente incluyen menos partidas que estos últimos. Por tanto, la renta puede definirse como ingresos (excluidas las transferencias de capital recibidas) menos el gasto distinto del gasto en consumo final y de gastos de capital (formación de capital y transferencias de capital pagadas). En el caso de las empresas, la renta corresponde a los beneficios no distribuidos. El ahorro es el exceso de renta sobre el consumo final⁴.

Por consiguiente, los superávits/déficits se asocian a operaciones con activos financieros y con pasivos de cada sector, lo que se muestra en las filas 7 a 10. En la parte inferior del cuadro se presentan los saldos de activos y pasivos, que son el resultado de la acumulación de operaciones y otros flujos. Este cuadro está muy simplificado (por ejemplo, se omite una presentación explícita del saldo de activos no financieros)⁵.

El exceso de ingresos sobre gasto es la capacidad/necesidad de financiación (es decir, el superávit/déficit financiero), un indicador clave de las cuentas sectoriales. Los ingresos de un hogar suelen exceder su gasto. Por tanto, los hogares son prestamistas netos al resto de la economía. Generalmen-

1 Las cuentas sectoriales presentan diferencias con respecto a la contabilidad empresarial en varios aspectos, principalmente porque esta última no distingue sistemáticamente entre *operaciones* y *otros flujos* (aunque puede observarse un creciente énfasis por diferenciar entre *ingresos* e *ingresos reconocidos* en la contabilidad empresarial).

2 En el cuadro 3.1 de la sección de estadísticas de la zona del euro figura una presentación matricial completa de la zona del euro.

3 El SEC 95 define formalmente los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas mediante referencia a los empleos de este sector.

4 Puede consultarse un glosario de términos de las cuentas nacionales en: http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA_Glossary.pdf?3f0aa8a9cd633211f9b30a47738e3d69.

5 Para una descripción metodológica de las cuentas de la zona del euro, véase http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/eas_note_ch3.pdf?766369a89fd9e1c4d1ff32f25a54eea1.

Presentación matricial simplificada de las cuentas de la zona del euro

		F=A a E =G a K										
		A	B	C	D	E		G	H	I	J	K
		H	SNF	IF	AAPP	RdM	Total economía	H	SNF	IF	AAPP	RdM
		Empleos/gasto					Recursos/ingresos					
1=2+3+4+5	Total	92	105	30	20	15	262	100	100	30	16	16
2	Productos	76	15		10	10	111	-	100	-	-	11
3	Salarios		60	5	10		75	75	-	-	-	
4	Intereses		30	25		5	60	25	-	30	-	5
5	Impuestos	16	-	-	-	-	16	-	-	-	16	-
6=1(G-A),1(H-B) =7(A-G),7(B-H)	Superávit/déficit	8	-5	0	-4	1	0	-	-	-	-	-
7=8+9		Operaciones con activos financieros					Operaciones con pasivos					
7=8+9	Total	13	1	15	0	1	30	5	6	15	4	
8	Depósitos	13	1	-	-	1	15	-	-	15	-	-
9	Préstamos	-	-	15	-	-	15	5	6	-	4	-
10=1A+7A-1G-7G, 1B+7B-1H-7H	Total operaciones netas	0	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
		Activos financieros					Pasivos					
11	Balance de apertura	70	20	100	-	12	202	40	60	90	2	10
12=7	Operaciones	13	1	15	-	1	30	5	6	15	4	-
13	Otros flujos económicos	1	1	-	-	-	2	-	-	2	-	-
14=11+12+13	Balance de cierre	84	22	115	-	13	234	45	66	107	6	10
15=14(A-G),14(B-H),	Patrimonio financiero neto	39	-44	8	-6	3	0	-	-	-	-	-

Notas: H: hogares; SNF: sociedades no financieras; IF: instituciones financieras; AAPP: Administraciones Públicas; RdM: resto del mundo. Las cifras que figuran en este cuadro son meramente ilustrativas.

te, las sociedades no financieras no cubren su gasto con los ingresos, ya que financian al menos parte de sus inversiones no financieras con fondos de otros sectores, además de recurrir a la financiación interna. En consecuencia, las sociedades no financieras suelen ser prestatarios netos. De igual modo, las Administraciones Públicas son con frecuencia prestatarios netos. Si la capacidad de financiación de los hogares no es suficiente para cubrir las necesidades de financiación de los demás sectores, la economía en su conjunto registra una posición deudora neta frente al resto del mundo. Antes de la crisis se pusieron de manifiesto desviaciones con respecto a esta configuración típica en varios países de la zona del euro, en particular en aquellos con una inversión residencial extremadamente elevada que hizo que los hogares pasaran a ser prestatarios netos (como ha sido el caso en Estados Unidos).

Las restricciones relativas al cuadro de las cuentas exigen que cualquier incremento (ex ante) del saldo financiero de un sector quede compensado con una reducción de los saldos financieros de otros sectores. No obstante, el marco contable no indica con qué mecanismo se conseguirá esta reducción ni qué mecanismos están actuando⁶. Las cuentas de la zona del euro hacen que sea posible seguir estos cambios en la capacidad de financiación de los distintos sectores de la economía. También especifican los instrumentos financieros afectados y muestran cómo las operaciones y los cambios de valoración tienen un efecto duradero en los balances de los sectores.

6 Si, por ejemplo, la capacidad de financiación de los hogares aumenta porque consumen menos y ahorran más, esto se traduce, en primer lugar, en un incremento de las existencias de las sociedades no financieras que, a su vez, necesitan ser financiadas. Por tanto, el mayor ahorro del sector hogares proporciona la financiación requerida por dichas sociedades. Posteriormente, esto puede provocar ajustes cuando, por ejemplo, las sociedades no financieras recortan costes, lo que reduce a su vez los ingresos de los hogares y, por consiguiente, los fondos de que dispone este sector para financiar a las sociedades no financieras.

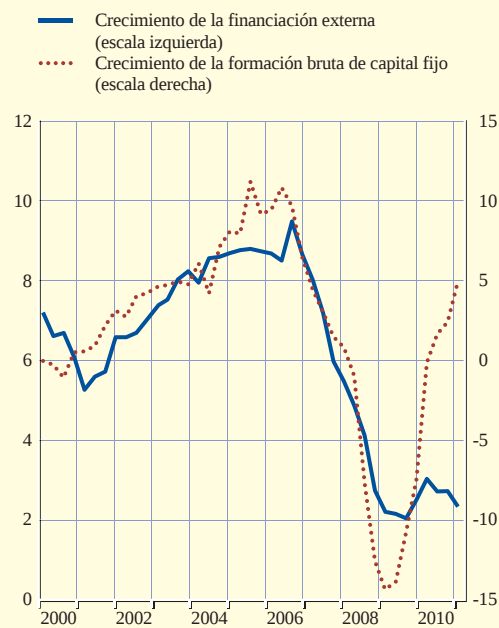
3 MODIFICACIONES DE LOS DÉFICITS/SUPERÁVITS FINANCIEROS POR SECTORES

En esta sección se considera con más detalle la evolución subyacente de las posiciones acreedoras/deudoras netas de los distintos sectores durante las fases de desaceleración, recesión y recuperación. En el período anterior a la crisis, los *hogares* empezaron a reducir antes el gasto. Este sector incrementó de manera continuada sus superávits financieros entre 2006 y 2008, primero mediante una moderación gradual del crecimiento de la inversión residencial y, posteriormente, restringiendo el consumo. En 2007, habida cuenta del deterioro de las condiciones en los mercados de la vivienda, el crecimiento (nominal) de la inversión residencial por parte de los hogares de la zona del euro comenzó a moderarse, y a mediados de 2008 pasó a registrar una ligera disminución en términos interanuales. Este fue uno de los principales factores que contribuyó a que la tasa de crecimiento de la financiación externa (que incluye todos los pasivos) de este sector se redujera a la mitad (véase gráfico 6). Aunque la renta de los hogares siguió creciendo a una tasa interanual nominal bastante estable, del 4% (véase gráfico 7), para finales de 2007 esta tasa apenas resultó ser suficiente para compensar la rápida aceleración que experimentó la inflación medida por el IAPC, que alcanzó un máximo del 4,1% en julio de 2008, impulsada por el rápido incremento de los precios de las materias primas. Los hogares, que tuvieron que hacer frente a esta perturbación sobre su renta real, optaron por recortar su consumo real en lugar de tratar de suavizarlo reduciendo sus flujos de ahorro.

En los dos trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, el gasto de los hogares continuó moderándose. La caída de la inversión residencial se aceleró, situándose en una tasa interanual del -14,9% en el segundo trimestre de 2009. Este sector también redujo el consumo nominal, lo que en parte se vio facilitado por un breve período de disminución de los precios de consumo. Su ratio de ahorro también aumentó en 1,5 puntos porcentuales durante dos trimestres (véase gráfico 8). En un contexto de reducción de la remuneración de

Gráfico 6 Formación bruta de capital fijo y financiación externa de los hogares

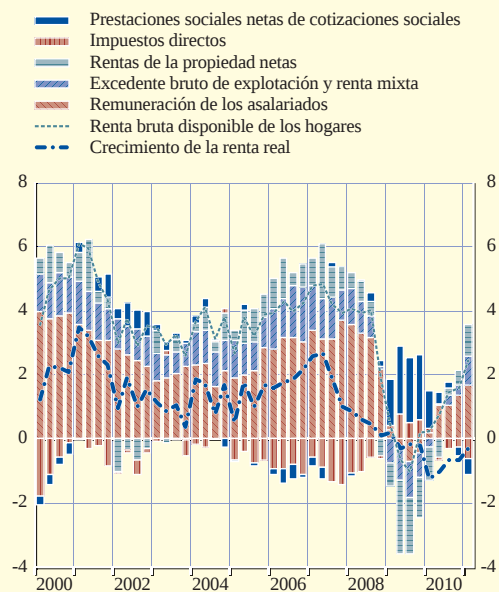
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico 7 Renta bruta disponible nominal de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

los asalariados y de contracción de las rentas de la propiedad netas recibidas (intereses y dividendos), las transferencias netas procedentes de las Administraciones Públicas (prestaciones sociales menos impuestos y cotizaciones sociales) favorecieron con fuerza el crecimiento de la renta de los hogares, un fenómeno que revirtió progresivamente en 2010, cuando los demás componentes de la renta de los hogares se recuperaron (véase gráfico 7). Con la recuperación de la renta, el crecimiento del consumo se vio asimismo respaldado por el rápido descenso de las ratios de ahorro, hasta registrar, a finales de 2010, los niveles más bajos de la década. La evolución por países mostró fuertes heterogeneidades, ya que, por ejemplo, en algunos países se produjo un auge de la inversión residencial con anterioridad al año 2007, o patrones de ahorro más pronunciados que otros en el período 2008-2010.

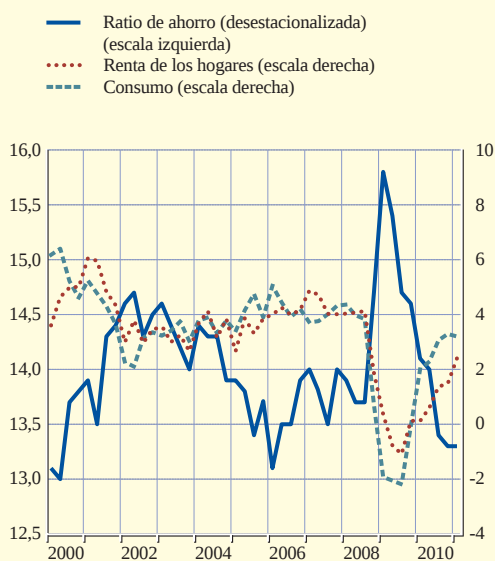
A diferencia de la temprana desaceleración que se registró en el gasto de los hogares, las *sociedades*

no financieras continuaron incrementando su endeudamiento y ampliando sus balances hasta el tercer trimestre de 2008. El gráfico 9 muestra el avance hasta esa fecha de la necesidad de financiación (desestacionalizada) de las sociedades no financieras, resultante de una formación de capital elevada y de la disminución de los beneficios no distribuidos. La desagregación de la financiación externa de este sector por «aplicación de fondos» (como se muestra en el gráfico 10) también apunta a una creciente exposición al riesgo, con un aumento de las adquisiciones de acciones cotizadas, hasta mediados de 2008. Además, la considerable acumulación de activos líquidos⁸ observada desde 2006 se moderó a partir de finales de 2007, ya que las empresas empezaron a utilizar sus reservas de liquidez. Con el brusco cambio de rumbo que se produjo en el último trimestre de 2008, las sociedades no financieras recortaron todos los gastos —la inversión en capital fijo, las existencias, los salarios, los

8 Depósitos, valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión.

Gráfico 8 Renta, consumo y ratio de ahorro de los hogares

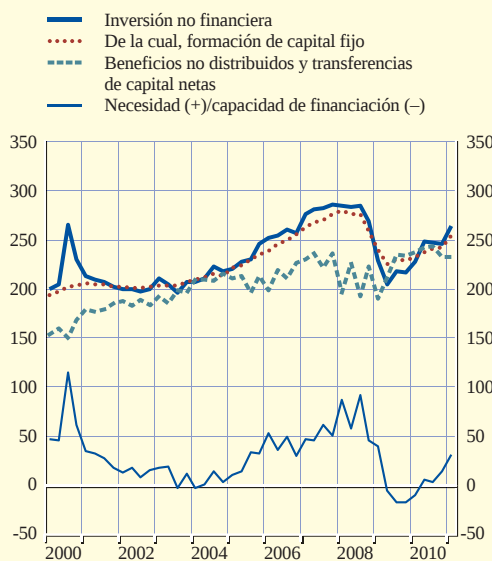
(tasas de variación interanual; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico 9 Formación de capital, beneficios no distribuidos y necesidad (+)/capacidad de financiación (-) de las sociedades no financieras

(mm de euros; datos desestacionalizados)



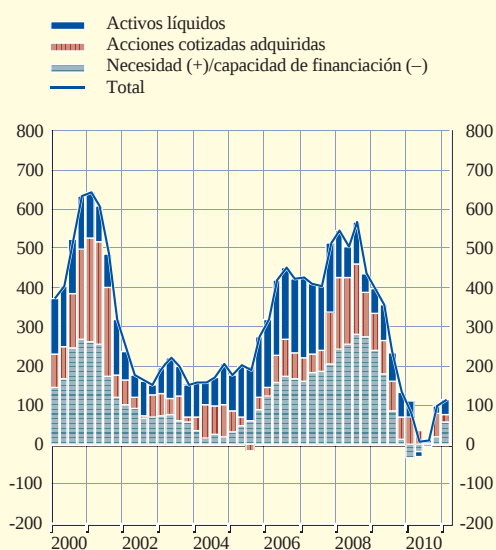
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: El pico registrado en 2000 en la inversión y en la necesidad de financiación refleja el impacto de las licencias de telefonía móvil (UMTS), que se contabilizaron como gasto de las sociedades no financieras.

gastos corrientes (por ejemplo, viajes), aunque también los intereses y los dividendos— y otros tipos de desembolsos, como las compras de acciones cotizadas. También pagaron menos impuestos sobre beneficios. Las empresas consiguieron convertir el déficit financiero registrado en 2008, que había sido muy elevado, en superávit financiero para el verano de 2009, acumulando efectivo y reduciendo sus necesidades de financiación externa. A partir de mediados de 2009, el aumento de la formación de capital (que inicialmente estuvo impulsado, en gran medida, por el cambio de sentido de la fuerte reducción de existencias observada en el primer semestre de 2009) quedó casi totalmente compensado por la mejora de los beneficios no distribuidos. Esto llevó a una situación en la que las sociedades no financieras evitaron volver a registrar un déficit financiero considerable, y en la que el repunte de la financiación externa estuvo acompañado, en la mayor parte de los casos, de una nueva acumulación de liquidez hasta el primer trimestre de 2011, cuando la necesidad de financiación de este sector se incrementó sustancialmente.

Gráfico 10 Financiación externa de las sociedades no financieras por aplicación de fondos

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



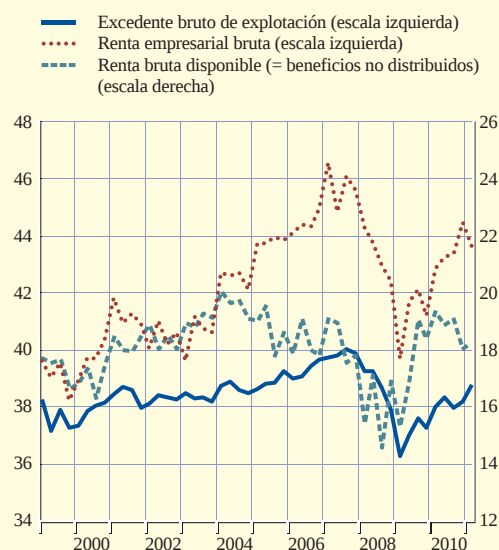
Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/pago).

El análisis de los márgenes puede basarse en una serie de conceptos obtenidos de las cuentas de la zona del euro, como se muestra en el gráfico 11. Particularmente reseñable es la acusada caída del excedente bruto de explotación y de la renta empresarial bruta desde mediados de 2007, que posteriormente tocó fondo en el primer trimestre de 2009. Inicialmente, este descenso se debió, entre otros factores, a una transmisión incompleta de las subidas de los precios de las materias primas y a las persistentes presiones salariales y, posteriormente, al impacto adverso de la recesión. Durante la fase de recuperación, el excedente bruto de explotación se recuperó gradualmente, en un entorno de fuertes presiones competitivas y de una transmisión incompleta de los elevados costes de los bienes intermedios. En cambio, los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras repuntaron con más rapidez, como consecuencia de los menores pagos netos por intereses (las empresas fueron importantes beneficiarias de los niveles muy bajos de los tipos de interés oficiales), de los limitados impuestos pagados (impacto retardado

Gráfico 11 Medidas de beneficios brutos de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje del valor añadido; datos desestacionalizados)



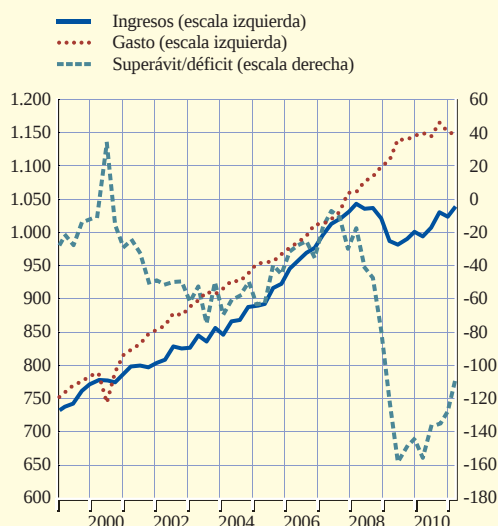
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

del mínimo registrado en la actividad económica) y de los reducidos dividendos netos distribuidos (las empresas redujeron sustancialmente o congelaron los dividendos en 2009 como medida complementaria para ahorrar efectivo). La recuperación de la renta empresarial fue un caso intermedio, ya que fue más pronunciada que la del excedente bruto de explotación, pero inferior a la de los beneficios no distribuidos⁹.

La situación de las *Administraciones Públicas* empezó a deteriorarse lentamente, partiendo de una posición próxima al equilibrio registrada entre el segundo trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2008, debido fundamentalmente a la ralentización del crecimiento de los ingresos. No obstante, en 2009 experimentó un acusado empeoramiento como consecuencia de la actuación de los estabilizadores fiscales automáticos y de la aplicación de una serie de medidas de política económica¹⁰ (véase gráfico 12). Los impuestos directos sobre los hogares y las sociedades no financieras, así como las cotizaciones sociales recaudadas, se redujeron sustancialmente, y las prestaciones sociales abonadas se incrementaron, todo lo cual respaldó la renta de los hogares y las empresas. Para entonces, la recesión había transformado en déficits públicos elevados (o más elevados) los desequilibrios que se habían acumulado en los sectores privados de algunos países con anterioridad a la crisis, planteando una necesidad urgente de llevar a cabo un ajuste fiscal. A partir del primer trimestre de 2010, las medidas fiscales correctivas aplicadas hicieron que el gasto público empezara a descender, registrando una tasa de variación interanual negativa en el primer trimestre de 2011 por primera vez desde el comienzo de la Unión Monetaria, y la remuneración de los empleados públicos se mantuvo prácticamente estable, en términos interanuales, por tres trimestres consecutivos. Al mismo tiempo, los ingresos públicos empezaron a aumentar como resultado de las medidas de consolidación y de los efectos de los estabilizadores automáticos, en un contexto de recuperación económica. Esto se tradujo en una reducción moderada del déficit del sector público a partir del primer trimestre de 2010. Con todo, los desequilibrios presupuestarios siguen siendo importantes.

Gráfico 12 Gasto, ingresos y déficit de las Administraciones Públicas

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE (desestacionalización realizada por los autores).

Para completar el análisis de los sectores institucionales cabe observar que las *instituciones financieras* de la zona del euro han registrado un superávit bastante estable y elevado, en la mayor parte de los casos como consecuencia de los beneficios no distribuidos que se añaden a su capital. No obstante, esto no fue suficiente para evitar el aumento de su ratio de apalancamiento (véase sección 4). Además, sus superávits financieros tendieron a seguir incrementándose durante y después de la crisis. Este resultado, algo contrario a la lógica, refleja, en

- 9 El excedente bruto de explotación incluye los márgenes de las actividades de producción (en términos generales, ventas menos adquisiciones y remuneración de los asalariados). La transición del excedente bruto de explotación a la renta empresarial bruta se añade a los intereses netos y a los dividendos recibidos. Los beneficios no distribuidos (que, en el caso de las empresas, también es la renta disponible, así como el ahorro) reducen aún más otras transferencias corrientes netas, principalmente impuestos y dividendos distribuidos. La valoración de los márgenes basada en la renta empresarial puede prestarse a interpretaciones erróneas, fundamentalmente porque los dividendos del sector (esto es, distribuidos por sociedades no financieras residentes y obtenidos por otras sociedades no financieras residentes) no se suelen eliminar. A modo de aproximación, los dividendos obtenidos por las sociedades no financieras aumentaron del 3,8% del valor añadido en 2000 al 7,8% en 2010.
- 10 No obstante, excluyen la mayor parte de las medidas de apoyo al sector bancario que, según la clasificación de Eurostat, no han tenido un impacto en el déficit (véase sección 5).

gran medida, los repuntes de los diferenciales aplicados a las actividades de intermediación desde 2007, que anteriormente habían caído hasta situarse en niveles muy reducidos¹¹.

El exceso de superávits sobre déficits de los sectores residentes condujo a que la zona del euro registrara una posición acreedora neta frente al *resto del mundo* en el período 2002-2007. En 2007 y 2008, el efecto combinado de una perturbación que hizo que la relación real de intercambio pasara a ser negativa (impulsada por una fuerte subida de los precios de las materias primas) y de las reiteradas contribuciones negativas de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB dio lugar a que los superávits de la zona del euro se convirtieran en déficits (véanse gráficos 13 y 5). Posteriormente, a partir de mediados de 2008 la relación real de intercambio mejoró sensiblemente durante algunos trimestres, pero volvió a deteriorarse con rapidez desde mediados de 2009. Aunque, en líneas generales, las contribuciones de la demanda exterior neta de la zona del euro fueron positivas a partir del segundo trimestre de

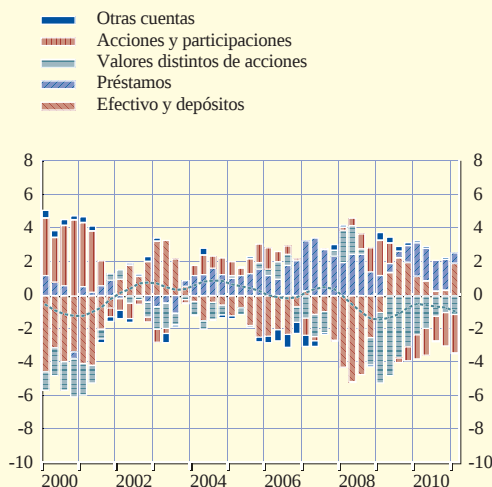
2009, beneficiándose de una sólida recuperación económica mundial, esto no fue suficiente para conseguir que el saldo exterior retornara a una posición de superávit.

La financiación de la posición deudora neta de la zona del euro no planteó dificultades durante la crisis ni durante la recuperación, aunque pueden identificarse tres fases separadas. Durante la primera fase, entre mediados de 2007 y mediados de 2008, los elevados flujos netos de entrada en depósitos financiaron las salidas registradas en otros instrumentos: préstamos, valores distintos de acciones y acciones y participaciones. En la segunda fase, correspondiente al período posterior a la quiebra de Lehman Brothers, las operaciones transfronterizas brutas se redujeron con rapidez, especialmente los depósitos interbancarios (véase gráfico 14). El déficit de la zona del euro en el período 2008-2009

11 Con arreglo a las normas contables del SEC 95, los beneficios excluyen las pérdidas (o ganancias) de capital, como las procedentes de los activos tóxicos que las entidades de crédito habían adquirido durante la fase de auge económico. Además, Eurostat no contabiliza los programas de rescate como ingresos del receptor (o transferencias de capital recibidas), sino como financiación.

Gráfico 13 Capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo (por instrumento)

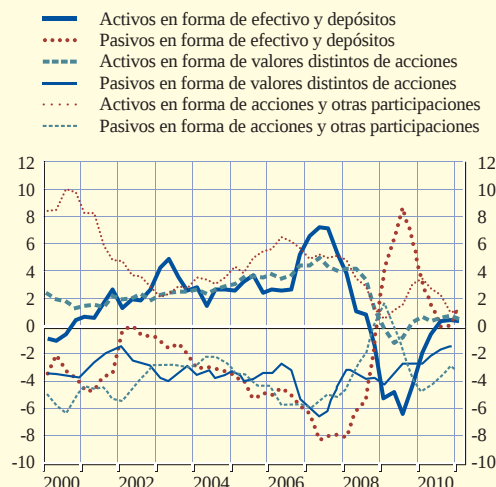
(en porcentaje del PIB; sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Este gráfico muestra las operaciones con activos financieros netas de pasivos de residentes en la zona del euro frente a no residentes, por instrumento, por lo que calculan los flujos netos de entrada (-) o de salida (+) de la zona del euro de un instrumento determinado.

Gráfico 14 Flujos transfronterizos de depósitos y valores de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.
Nota: Activos y pasivos de la zona del euro. Flujos de entrada (-)/salida (+).

se financió predominantemente con las entradas netas en valores distintos de acciones, consistentes fundamentalmente en adquisiciones de bonos emitidos por residentes por parte de no residentes (en lugar de ventas de bonos emitidos por estos últimos por parte de residentes). En la tercera fase, correspondiente al año 2010, el déficit de la zona se financió principalmente con los flujos netos de entrada en acciones y participaciones (sobre todo, compras por parte de no residentes), en un período con un euro bastante fuerte.

4 APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

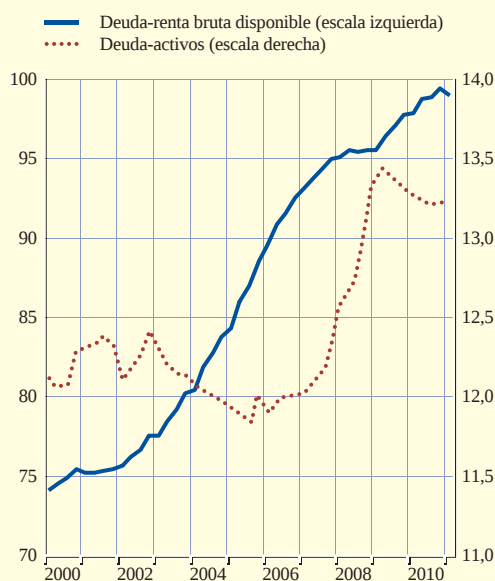
Los déficits/superávits financieros y las inversiones en activos no financieros influyen en la evolución de los balances, y viceversa. En concreto, el saldo entre la deuda¹² y los activos es un aspecto clave del análisis económico y financiero, fundamentalmente con miras a realizar un seguimiento de la estabilidad financiera y de la sostenibilidad de la deuda. Aunque resulta difícil determinar de antemano qué constituye un nivel de deuda sostenible¹³, los cambios repentinos en la percepción de la sostenibilidad de la deuda pueden provocar correcciones con importantes consecuencias macroeconómicas, como se ha puesto de manifiesto durante esta crisis financiera. El endeudamiento puede medirse en relación con la renta, pero también mediante referencia a los activos no financieros (véase recuadro 2).

APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS

Antes de la crisis, los hogares de la zona del euro aumentaron sustancialmente su endeudamiento en comparación con la renta disponible, pasando de alrededor del 75 % en 2000 hasta aproximadamente el 94 % en 2007 (véase gráfico 15). No obstante, cuando el valor de sus activos, tanto financieros como no financieros, se incrementó con mayor rapidez, las ratios deuda-activos de este sector se redujeron ligeramente en ese mismo período, lo que puede haber contribuido a la caída de su ratio de ahorro durante ese período vía efectos riqueza.

Gráfico 15 Ratios de deuda de los hogares

(en porcentaje de la renta bruta disponible y de los activos de los hogares¹⁾)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Activos financieros y no financieros.

A partir de 2007, los precios de la vivienda experimentaron un descenso en algunos países de la zona del euro, y en 2008 el valor agregado de los activos no financieros de los hogares de la zona disminuyó considerablemente, lo que provocó reducciones de su patrimonio neto¹⁴. En respuesta a esta situación, los hogares redujeron tanto su inversión residencial como su endeudamiento, logrando

12 En esta sección, la definición de deuda incluye todas las categorías de pasivos del SEC 95, excluidas acciones y otras participaciones y derivados financieros. En el caso de los sectores no financieros, también se excluyen otras cuentas pendientes de pago.

13 La mayor parte de la literatura teórica se ha centrado en la composición de la financiación o del apalancamiento en lugar de los niveles de endeudamiento, siguiendo las hipótesis de Modigliani-Miller. Para conocer la «hipótesis de irrelevancia» (sobre la estructura del capital) original, véase F. Modigliani y M. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, n.º 48 (3), 1958, pp. 261-297. La literatura posterior sobre la estructura del capital de las empresas ha identificado factores que influyen en la ratio óptima capital-deuda. Para un análisis de la literatura posterior, véase A. Villamil, «The Modigliani-Miller theorem» en S. N. Durlauf y L. E. Blume, (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave MacMillan, 2008.

14 En el SEC 95, el patrimonio neto se define como activos menos pasivos, incluidas acciones y otras participaciones.

frenar temporalmente el crecimiento de su ratio deuda-renta. En 2009 recortaron aún más su inversión no financiera y las necesidades de financiación asociadas, aunque la citada ratio volvió a aumentar a medida que disminuía su renta disponible. Esta ratio no se estabilizó hasta 2010 (en un nivel en torno al 99 %), ya que el crecimiento muy reducido de su endeudamiento quedó compensado por un incremento igualmente moderado de la renta disponible.

La evolución del patrimonio neto de los hogares también puede analizarse descomponiendo los cambios trimestrales en operaciones y otras variaciones¹⁵ (véase gráfico 16). Estos últimos tienen su origen, en su mayor parte, en las ganancias de capital en acciones e inmuebles residenciales. En los años previos a la crisis, el patrimonio neto de este sector, que en el gráfico 16 se expresa en por-

centaje de la renta disponible, creció con intensidad, debido principalmente a los continuos aumentos del precio de la vivienda.

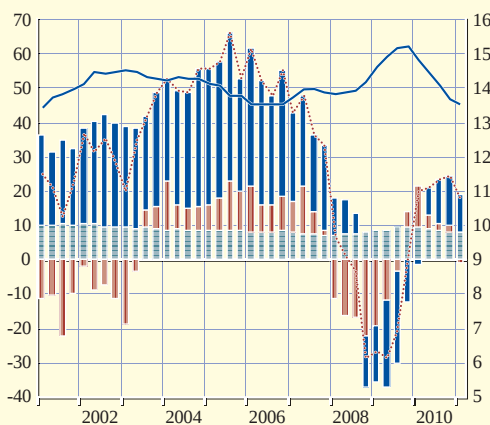
Estas ganancias por valoración fueron muy superiores a la acumulación de riqueza a través del ahorro. Posteriormente, el acusado descenso de los precios de las acciones en 2008 provocó importantes pérdidas por valoración en activos financieros, una situación que se vio agravada por las pérdidas registradas en el valor de los inmuebles residenciales hacia finales de 2008. Esta evolución, así como el deterioro general de las perspectivas económicas en su conjunto, hicieron que los hogares incrementaran su ahorro, lo que, no obstante, apenas frenó la disminución del patrimonio neto

15 Los denominados *otros flujos económicos*, que incluyen las ganancias y pérdidas de capital y otras variaciones del volumen de activos.

Gráfico 16 Variación del patrimonio neto de los hogares de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje de la renta disponible)

- Otros flujos de activos no financieros¹⁾ (escala izquierda)
- Otros flujos de activos financieros y pasivos²⁾ (escala izquierda)
- Variación del patrimonio neto resultante del ahorro³⁾ (escala izquierda)
- Tasa de ahorro (escala derecha)
- Variación del patrimonio neto (escala izquierda)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Principalmente, ganancias y pérdidas de capital en activos inmobiliarios y suelo.

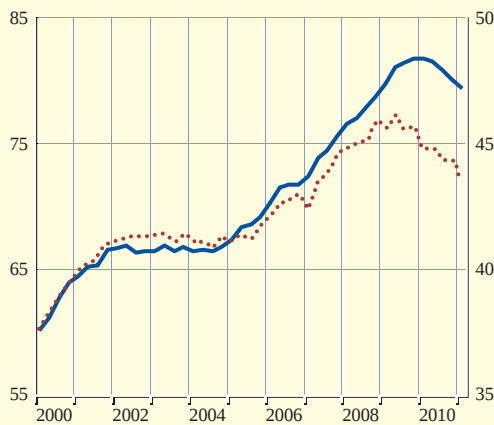
2) Principalmente, ganancias y pérdidas de capital en acciones y otras participaciones.

3) Esta categoría incluye el ahorro neto, las transferencias de capital netas recibidas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y financieras.

Gráfico 17 Ratios de deuda de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB y de los activos¹⁾)

- Deuda-PIB (escala izquierda)
- Deuda-activos (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Activos financieros y no financieros.

en 2009, que no volvió a aumentar de nuevo hasta 2010, cuando las pérdidas en las tenencias de activos se convirtieron en ganancias.

Como se ha explicado en la sección 3, las sociedades no financieras de la zona del euro empezaron a recortar el gasto más tarde que los hogares. Hasta mediados de 2008 continuaron acumulando deuda con rapidez, en un contexto de fuertes inversiones y de numerosas operaciones de fusión y adquisición financiadas mediante deuda, una tendencia que había comenzado en 2004. Posteriormente, cuando el PIB experimentó un acusado descenso en 2009, la ratio de deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras siguió aumentando durante ese año (efecto base), pese a que habían reaccionado con prontitud reduciendo sus déficits financieros y convirtiéndolos en superávits en unos pocos trimestres. Esta ratio no comenzó a disminuir hasta 2010, cuando la recuperación del crecimiento del PIB superó el endeudamiento (véase gráfico 17).

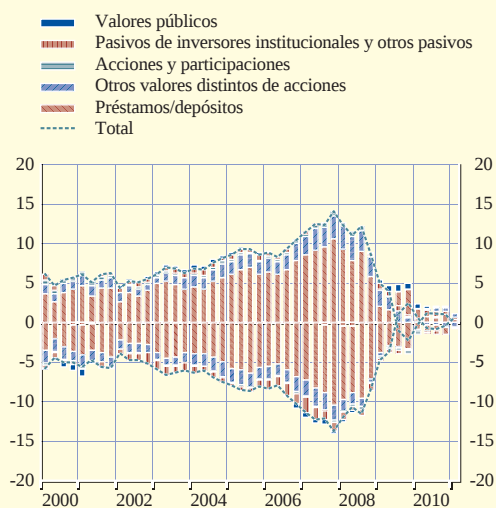
APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES FINANCIEROS

A diferencia de los sectores no financieros, la evolución de los balances de los intermediarios financieros no está dominada por los desequilibrios entre el gasto y los ingresos del propio sector, y no reacciona directamente a dichos desequilibrios. En consonancia con su función económica, los balances de estos intermediarios son vehículos para canalizar financiación entre agentes no financieros. Por tanto, la dinámica de sus balances está más relacionada con la de estos últimos.

En épocas de expansión económica, los balances de los intermediarios crecen por encima de la media, ya que las unidades institucionales no financieras necesitan cada vez más financiación, mientras que, en las fases de desaceleración, el crecimiento de los balances de estos intermediarios tiende a ser más moderado. El gráfico 18 muestra cómo este patrón ha sido el que han seguido las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona en las cuentas de la zona del euro desde 2005, con una aceleración gradual del crecimiento de los balances, en términos interanua-

Gráfico 18 Balance de las IFM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

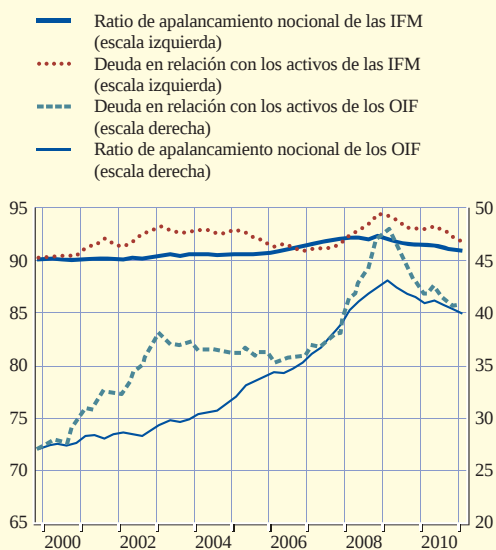
les, que alcanzó el 14 % al final de 2007. El año siguiente, esta tasa de crecimiento se redujo moderadamente, pasando a experimentar una brusca caída tras la quiebra de Lehman Brothers, y al final de 2009 registraba una tasa de disminución interanual del 2 %.

Los períodos en los que los balances de los intermediarios financieros registran un fuerte crecimiento pueden generar incrementos procíclicos de su ratio deuda-activos (en lo sucesivo, denominada «ratio de apalancamiento»), que podrían plantear riesgos para la estabilidad financiera y dar lugar a un ciclo de expansión y recesión en el crecimiento económico o acentuarlo¹⁶. En el gráfico 19 se presentan las ratios de apalancamiento de las IFM y de otros

16 Existen partes del sector financiero que están sujetas a incentivos para responder a aumentos de los precios de los activos acumulando más deuda, con el fin de restablecer o incluso aumentar sus niveles de apalancamiento (véase, por ejemplo, T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and Leverage», *FRB of New York Staff Report* n.º 328, 1 de enero de 2009). Además, factores de carácter institucional pueden alentar tal comportamiento, como la tendencia hacia una regulación más laxa en las épocas de auge económico (véase «The role of valuation and leverage in procyclicality», *CGFS Papers*, n.º 34, informe del grupo de trabajo conjunto del Foro de Estabilidad Financiera y el Comité sobre el Sistema Financiero Global, presidido por Jean-Pierre Landau, Banque de France, abril de 2009).

Gráfico 19 Apalancamiento del sector de instituciones financieras

(deuda en porcentaje de activos)



Fuentes: Eurostat y BCE.

intermediarios financieros (OIF)¹⁷ en los diez últimos años, distinguiendo entre la ratio «general» y la ratio «nacional», resultante únicamente de la acumulación activa de deuda y de capital, al margen de los efectos de los precios de los activos sobre el apalancamiento (véase también recuadro 2). Esto permite analizar los cambios en el apalancamiento resultantes de variaciones de los precios de los activos y de la respuesta activa de los intermediarios a dichas variaciones (y su efecto en el apalancamiento).

El nivel de las ratios es más elevado en el caso de las IFM, para las que el apalancamiento es parte de su actividad comercial básica, es decir, la captación de depósitos y la concesión de préstamos. No obstante, desde principios de este siglo, los OIF han incrementado considerablemente su ratio general de apalancamiento, desde el 27 % a comienzos del año 2000 hasta el 41 % al final de 2010 (en cambio, la ratio de las entidades de crédito registró un aumento inferior a dos puntos porcentuales en ese mismo período, hasta el 92 %), lo que indica un cambio progresivo de la intermediación financiera hacia entidades no bancarias¹⁸.

El análisis de la evolución del apalancamiento puede estructurarse en tres fases distintas. En la primera, hasta el final de 2004 la ratio nacional de apalancamiento de las IFM se mantuvo prácticamente invariable, mientras que la de los OIF aumentó considerablemente. Esta evolución no es claramente evidente en las ratios generales, que se vieron afectadas por los incrementos de los precios de los activos que se registraron en ese período. En la segunda fase, que abarcó el período comprendido entre principios de 2005 y mediados de 2008, el efecto de ocultación de los precios de los activos fue aún más pronunciado, ya que las ratios generales de apalancamiento mostraron un perfil constante en el caso de los OIF y descendente en el de las IFM, aunque, de hecho, ambos sectores estuvieron acumulando deuda con intensidad, aumentando por tanto su apalancamiento nacional. La ratio general de los dos sectores no empezó a ascender hasta el final de 2007, cuando los precios de los activos empezaron a disminuir. Por último, el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers se caracterizó por el desapalancamiento sostenido llevado a cabo por ambos sectores, que en cierta medida se vio influenciado por el fuerte impacto causado por las caídas de los precios de los activos en su ratio general y por la consiguiente reacción para conseguir que retornaran a niveles sostenibles. En este contexto, el crecimiento de los balances de las instituciones financieras casi se paralizó (para las IFM, véase gráfico 18), reflejando, por un lado, la desinversión en activos secundarios y, por otro, un desplazamiento de la financiación bancaria a la financiación en los mercados (véase sección 5). Esta secuencia de acontecimientos sugeriría que

17 El sector de OIF incluye agentes muy variados: intermediarios apalancados similares a entidades de crédito —en ocasiones denominados «bancos en la sombra»—, como fondos de titulización, pero también fondos de inversión, cuyos pasivos están casi totalmente integrados por acciones y participaciones.

18 A diferencia del sector bancario, estos intermediarios carecen de un sistema de garantía de depósitos, de acceso a las facilidades de liquidez del banco central y de requerimientos regulatorios estrictos. La adopción de modelos de negocio que economizan en el capital regulatorio hicieron que las actividades de intermediación se trasladaran a agentes incluidos en el sector de OIF, como fondos de titulización, a consecuencia de un cambio del modelo de banca tradicional (intermediación en crédito-depósitos) al modelo de originar para distribuir (préstamos originados en entidades de crédito pero distribuidos a inversores a través de operaciones de titulización).

existe una relación de adelantos-atrasos entre los ratios generales y los ratios nocionales de apalancamiento, y que los efectos de retroalimentación positivos entre los precios de los activos y el apalancamiento desempeñan un papel relevante en la evolución del endeudamiento en la zona del euro.

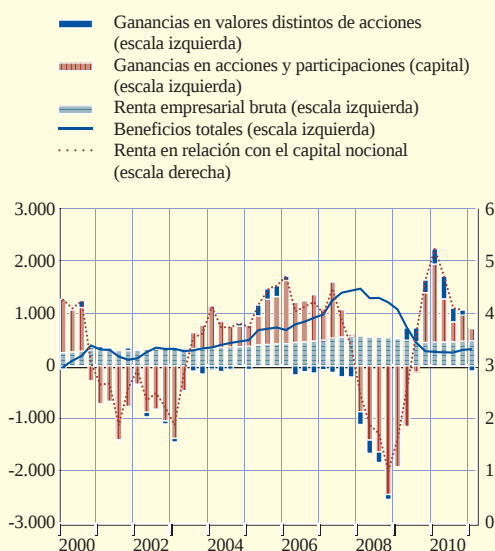
El acusado aumento del apalancamiento en la pasada década también contribuyó al evidente y sustancial incremento de la rentabilidad del capital expost, que en el gráfico 20 se mide por la renta empresarial en relación con el capital nocional y que también muestra una medida más amplia de los beneficios de las instituciones financieras que incluye la renta empresarial y las ganancias en activos¹⁹. La renta empresarial contribuyó de manera constante a la rentabilidad hasta 2008, cuando la ralentización de la actividad y los posteriores re-

cortes de los tipos de interés afectaron a los beneficios de las instituciones financieras, lo que, junto con una reducción del apalancamiento, hizo que los ingresos en relación con el capital nocional hayan disminuido más de un punto porcentual desde finales de 2007. Al mismo tiempo, las instituciones financieras se han beneficiado de las ganancias en acciones (capital) desde mediados de 2009, compensando, en gran medida, las pérdidas sufridas en la primera fase de la crisis financiera.

Las ratios de apalancamiento de las instituciones financieras también reflejan la proliferación de numerosos «niveles» de intermediación y la ampliación de las cadenas de intermediación²⁰ entre los prestamistas últimos y los prestatarios finales. El gráfico 21 ilustra este fenómeno considerando la variación de la participación de las IFM en la financiación total en los mercados mayoristas de este sector vía crédito-depósitos. La financiación en los mercados mayoristas se refiere a la canalización de fondos a IFM a través de otros intermediarios: otras IFM (esto es, el mercado interbancario), inversores institucionales (OIF), no residentes (principalmente, entidades de crédito extranjeras) o el Eurosistema. Por tanto, excluye la financiación tradicional directa a través de depósitos del sector no financiero²¹. La financiación mayorista aumentó de manera acusada a partir de 2004, reflejando un alejamiento progresivo de los patrones de financiación tradicionales (pasando, por ejemplo, a un modelo de negocio consistente en «originar para distribuir» o a la financiación mediante operaciones *repo*) y, por último, aumentando la exposición de las IFM a las perturbaciones

Gráfico 20 Beneficios de las instituciones financieras

(flujos de cuatro trimestres en mm de euros; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los beneficios se definen como la suma de la renta empresarial bruta y las ganancias en las tenencias de activos en forma de acciones y participaciones y valores distintos de acciones (véase la nota a pie de página 19). La renta en relación con el capital nocional se refiere a la renta empresarial bruta en relación con el capital nocional. El capital nocional es el resultado de acumular operaciones de capital al stock de capital a valor de mercado al final del primer trimestre de 1999. El capital incluye acciones y otras participaciones (excluidas participaciones en fondos del mercado monetario). Las operaciones de capital incluyen las transacciones financieras con acciones y participaciones (emisión de acciones y participaciones) y los beneficios no distribuidos.

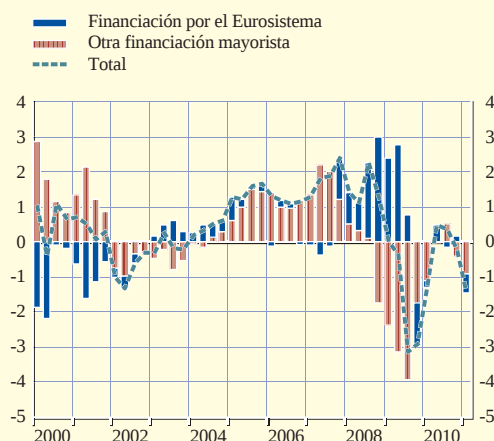
19 En el caso de las IFM, la renta empresarial bruta (véase nota 9 a pie de página) incluye fundamentalmente intereses recibidos menos intereses pagados, más comisiones bancarias y dividendos recibidos. Las ganancias de capital en activos incluyen los cambios de valoración de activos (que se valoran a precios de mercado en las cuentas nacionales), que comprenden tanto las ganancias como las pérdidas realizadas en operaciones de venta de activos, pero también las latentes en el balance pero aún no realizadas.

20 Véase, por ejemplo, H. S. Shin, «Financial intermediation and the post-crisis financial system», *BIS Working Paper Series*, n.º 304, Basilea, marzo de 2010.

21 Un análisis más exhaustivo debería incluir la financiación mediante valores distintos de acciones. Las cuentas de la zona del euro todavía no proporcionan un detalle por sector de contrapartida de las tenencias de estos valores por sector emisor. No obstante, el BCE tiene previsto recopilar esta información en el futuro.

Gráfico 21 Financiación mayorista de las IFM proporcionada por IFM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

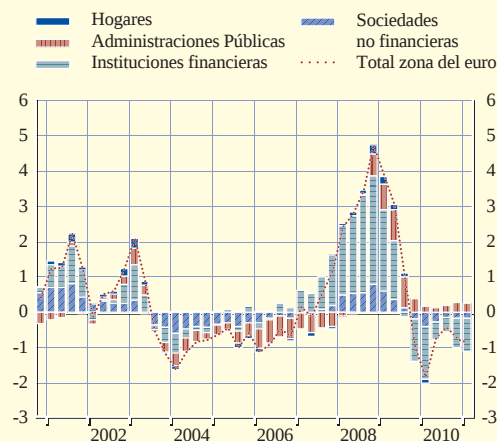


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Variaciones en la participación de la financiación mayorista en la financiación total mediante depósitos/préstamos.

Gráfico 22 Ratio de apalancamiento¹⁾ de la zona del euro y contribución por sector

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Ratio «general» de apalancamiento – datos no consolidados.

en los mercados monetarios. Cuando comenzaron las perturbaciones financieras en 2007 y los mercados monetarios resultaron afectados, el recurso al Eurosistema proporcionó inicialmente apoyo a los mercados de financiación mayorista en su conjunto. Posteriormente, el mal funcionamiento de los mercados monetarios provocó una fuerte caída de la financiación mayorista, pese al creciente respaldo del Eurosistema. Esta reducción de la financiación mayorista fue un factor importante en el ajuste de los balances de las IFM que se produjo como consecuencia de la crisis financiera.

APALANCAMIENTO DEL TOTAL DE LA ECONOMÍA

El gráfico 22, que muestra las variaciones de la ratio deuda-activos (ratio general, a valor de mercado) del total de la economía por sector institucional,

pone de manifiesto el destacado papel desempeñado por las instituciones financieras en el aumento del apalancamiento en el período anterior a la crisis. Los dos episodios de ajuste de los balances observados desde principios de este siglo (esto es, 2000-2002 y 2008-2009) tienen en común la importante participación de las sociedades no financieras en el auge del apalancamiento antes de que se produjeran las caídas. No obstante, el período reciente se ha caracterizado por una contribución bastante más relevante de las instituciones financieras al apalancamiento. Esto apunta a que el apalancamiento de las entidades de crédito o de instituciones similares ha desempeñado un papel mucho más significativo en el auge del crédito registrado recientemente, mientras que la «burbuja tecnológica» que se formó a principios del presente siglo estuvo impulsada en mayor medida por los mercados y el capital.

Recuadro 2

ENDEUDAMIENTO Y MÉTODOS DE APALANCAMIENTO

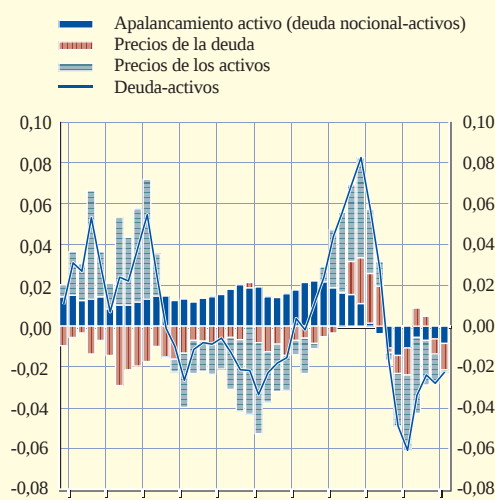
Los análisis que se realizan para valorar el endeudamiento suelen consistir en examinar la ratio deuda-renta o la ratio carga financiera-renta. No obstante, dado que las deudas se contraen para financiar activos, también es importante analizar la deuda en relación con los activos, medida por las ratios de apalancamiento (ratio deuda-activos)¹. Los activos incluyen no solo los activos financieros, sino también los activos no financieros, cuyo valor es considerable pero difícil de calcular². Una justificación importante para efectuar un análisis del apalancamiento es que, con frecuencia, los activos proporcionan los flujos de efectivo necesarios para hacer frente a la carga financiera, se utilizan como activos de garantía en las operaciones de financiación y pueden estar disponibles para su venta en caso de que el deudor tenga dificultades de financiación³. Otro indicador del apalancamiento sería la ratio deuda-capital al valor de mercado (o la deuda más el capital). Los resultados serán diferentes de los obtenidos con la ratio deuda-activos en la medida en que el valor de mercado del capital no sea igual a los activos netos, sino a los activos netos más el patrimonio neto. En particular, el valor de mercado del capital también incluye los activos no reconocidos (como el fondo de comercio no reconocido), entre otras partidas.

Al analizar las ratios de apalancamiento, se debe considerar con atención la consolidación⁴, ya que las medidas de apalancamiento dependerán de si los datos se presentan dentro del sector en base consolidada o no consolidada.

Esto es especialmente importante en el caso de las instituciones financieras, que interactúan entre sí a través de redes complejas de activos financieros, pero también en el de las sociedades no financieras que tienen grandes volúmenes de préstamos intrasectoriales y cuentas pendientes de pago y cobro (véase sección 5)⁵. Por otra parte, habida cuenta de que el capital constituye una parte significativa de los activos de las sociedades no financieras (el 30 % en la zona del euro al final de 2010), la falta de consolidación de esta partida también tiende a infravalorar el apalancamiento. El enfoque adoptado en este artículo es el de un análisis no consolidado, en parte debido a las dificultades existentes para conseguir datos, pero también porque este tipo de análisis permite obtener una imagen más completa de los patrones de intermediación (véase sección 5).

Variación de la ratio de apalancamiento de las instituciones financieras

(tasas de variación interanual en logaritmos)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1 Por separado, cada deuda es también un activo: la deuda de un agente es el activo de otro. Por tanto, desde una perspectiva de flujos de fondos, el análisis de la acumulación de deuda no puede separarse del de la acumulación de activos (de otros agentes).

2 Las cuentas de la zona del euro aún no incluyen las existencias y el valor del suelo en los activos de las sociedades no financieras.

3 No obstante, determinados activos, como los préstamos, o incluso algunos valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, pueden resultar difíciles de vender.

4 En estadística, la consolidación supone únicamente la eliminación de vínculos intrasectoriales (por ejemplo, tenencias, operaciones), y es diferente de la consolidación en contabilidad, ya que esta última también exige definir un perímetro de consolidación.

5 Este problema de consolidación también influye en medidas de endeudamiento más tradicionales, como la deuda en relación con la renta.

Dado que las cuentas siguen el principio del valor de mercado⁶, con frecuencia la ratio de apalancamiento fluctúa de forma considerable, no solo debido al ahorro neto y a la emisión de acciones (efecto «apalancamiento activo»), sino también como consecuencia de las ganancias de capital (derivadas de los activos y de los pasivos). Para identificar el componente controlado de manera más directa por los agentes y eliminar el exceso de volatilidad, aparte de la ratio de apalancamiento «general», puede resultar de utilidad, desde el punto de vista analítico, seguir la evolución del «apalancamiento nocional», que acumula los flujos del «apalancamiento activo» (que incluye solo las operaciones y excluye las ganancias de capital). A modo de ejemplo, el gráfico presenta una desagregación de la variación interanual del apalancamiento (financiero) general, distinguiendo entre el impacto de las fluctuaciones de los precios y otras causas de variación en el nivel de apalancamiento, en tres componentes: operaciones con activos y pasivos, ganancias de capital en los activos y ganancias de capital en los pasivos. Esta descomposición muestra que la disminución del apalancamiento observada a partir de 2009 (período de «desapalancamiento») es atribuible, fundamentalmente, a las ganancias de capital en los activos y, en menor medida, al desapalancamiento activo (el impacto neto de operaciones, es decir, la emisión de acciones y las ventas de activos para amortizar deuda).

6 Con algunas notables excepciones, como los préstamos, los depósitos y otras cuentas pendientes de pago y cobro.

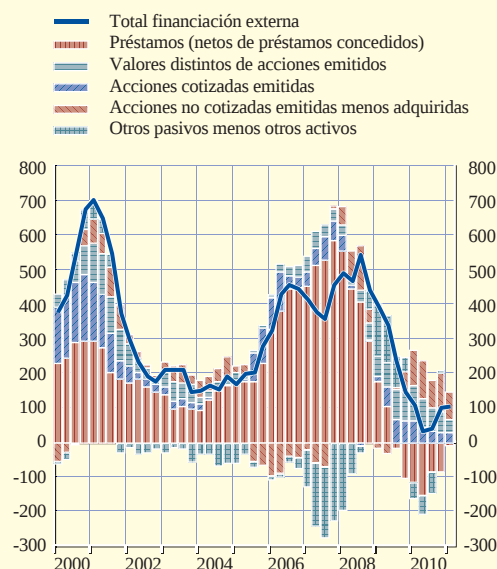
5 CAMBIOS EN LOS PATRONES DE INTERMEDIACIÓN

Las cuentas de la zona del euro facilitan el seguimiento del proceso de desintermediación que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers. En respuesta al endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, en un contexto de presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, los agentes no financieros captaron menos financiación de estas y de otros intermediarios financieros, obteniéndola más directamente de otras fuentes. Al mismo tiempo, la intermediación de las inversiones financieras a través de entidades de crédito disminuyó.

Aunque, en general, las *sociedades no financieras* de la zona del euro recurren en mayor medida a las entidades de crédito que al mercado para obtener financiación (especialmente en comparación con Estados Unidos), esta tendencia cambió tras la quiebra de Lehman Brothers. El gráfico 23 muestra que la suma de cuatro trimestres de los flujos de financiación externa, que estuvieron dominados por los préstamos de las IFM hasta el final de 2008 (hasta alcanzar un nivel anual de 450 mm de euros), posteriormente se reorientaron hacia la financiación en los mercados²²: los valores distintos de acciones emitidos y el capital captado en forma de acciones cotizadas alcanzaron un máximo de

Gráfico 23 Financiación externa de las sociedades no financieras por fuente de financiación

(sumas móviles de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/pago).

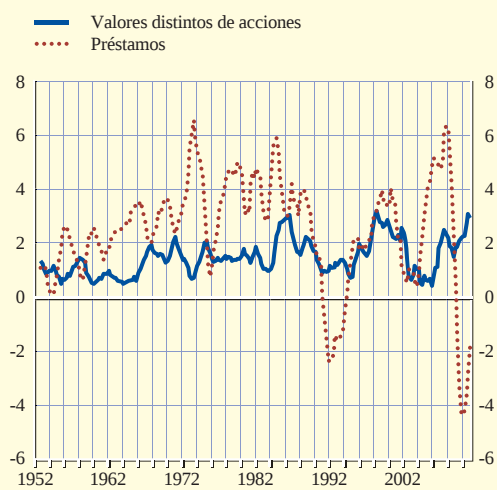
22 Durante el primer año de perturbaciones financieras (es decir, entre agosto de 2007 y agosto de 2008), la financiación en los mercados dejó de proporcionarse temporalmente.

150 mm de euros anuales en 2009-2010, mientras que las sociedades no financieras amortizaron préstamos de las IFM por importe de unos 100 mm de euros al año. Este rápido cambio en los volúmenes de emisión hacia la financiación en los mercados fue ciertamente reseñable, habida cuenta de que el coste de la financiación en los mercados inicialmente aumentó de manera considerable tras la quiebra de Lehman Brothers (antes de disminuir gradualmente en 2009 hasta alcanzar niveles muy reducidos en 2010). Esta evolución contrasta con la de los tipos de interés de los préstamos bancarios (medidos por las estadísticas de los tipos que aplican las IFM), que empezaron a caer con rapidez, siguiendo de cerca los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, junto con la provisión de abundante liquidez por parte del Eurosistema. En principio, esto indicaría mayores restricciones cuantitativas en la financiación bancaria: las entidades de crédito endurecieron sustancialmente los criterios de aprobación del crédito, como se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios, y en su lugar prefirieron gestionar financiación de mercado para sus clientes del sector de sociedades no financieras, que no se registraría como préstamos en sus balances. La evidencia disponible sugiere que, en 2009 y 2010, las medidas no convencionales lograron cumplir el objetivo previsto de preservar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria respaldando las condiciones de financiación de las entidades de crédito, con el fin de mejorar la provisión de crédito al sector privado²³. En Estados Unidos se observó un desplazamiento aún más pronunciado hacia la financiación en los mercados a partir de 2009, como se indica en el gráfico 24, con elevadas emisiones de valores distintos de acciones por parte de las empresas de dicho país, junto con sustanciales amortizaciones netas de préstamos. Una perspectiva de más largo plazo de los flujos de fondos en Estados Unidos pone en evidencia, en términos más generales, que la emisión de valores distintos de acciones tiende a ser considerablemente menos volátil que la financiación bancaria, ya que esta última tiene un acusado carácter cíclico.

Aparte del dinamismo observado en la financiación en los mercados, la financiación intrasectorial²⁴ también desempeñó un papel amortiguador crucial,

Gráfico 24 Financiación mediante préstamos y valores distintos de acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentaje del PIB)



Fuentes: Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos, y cálculos del BCE).

especialmente porque permitió que empresas más pequeñas (que no pueden acudir a los mercados de capitales) obtuvieran la financiación necesaria. El gráfico 25 muestra que los préstamos²⁵ concedidos por las sociedades no financieras (principalmente, a otras empresas) se incrementaron en 2007 —alcanzando un nivel considerable, 400 mm de euros al año— y se mantuvieron en niveles bastante elevados durante la recesión, aunque disminuyeron. Esto corresponde, en su mayor parte, a la financiación intragrupo: las empresas de menor tamaño con dificultades para conseguir financiación bancaria empezaron a recurrir a sus matrices, que tenían menos limitaciones o mayores facilidades para acceder a los citados mercados de capitales. No obstante, la evidencia empírica adicional confirma que las empresas proporcionaron ocasionalmente financiación mediante préstamos directos con el fin de ayudar a proveedores con fuertes restricciones de crédito, incluso si no pertenecían al

23 Véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

24 Los datos sobre financiación intrasectorial solo están disponibles en las cuentas de la zona del euro.

25 La diferencia entre el crédito comercial y los préstamos radica en que el crédito comercial está asociado al suministro de bienes y servicios, mientras que los préstamos incluyen los períodos de pago vinculados a otras operaciones que no sean la adquisición de bienes y servicios.

grupo (por ejemplo, en el sector de automoción). Además, aunque los flujos de crédito comercial tienden a moverse en sincronía con la tasa de crecimiento del valor añadido de las sociedades no financieras, en los momentos de actividad económica más baja, el saldo de crédito comercial se redujo mucho menos de lo que podría sugerir la caída de la actividad²⁶. En consecuencia, el período medio de pago aumentó de manera significativa. Más recientemente han aparecido señales de reintermediación, ya que los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se recuperaron (pasando a ser positivos en el primer trimestre de 2011), mientras que se observó una moderación de la financiación en los mercados, que hasta entonces había sido considerable, y una pujante actividad crediticia dentro del sector.

También se observaron señales paralelas, y hasta cierto punto simétricas, de desintermediación en el comportamiento inversor de los hogares. Tras una reasignación inicial de carteras que favoreció a los activos financieros seguros y líquidos incluidos en

M3 en el período 2007-2008 y abundantes ventas de valores, a partir de 2009 este sector empezó a reestructurar sus carteras (véase gráfico 26). En respuesta a las expectativas de rentabilidad de diversos instrumentos y, en particular, a la acusada caída de la remuneración de los depósitos, posteriormente reanudaron sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión y de acciones cotizadas, al tiempo que se apartaban de los activos monetarios de baja rentabilidad. También reanudaron las compras de seguros de vida y fondos de pensiones²⁷.

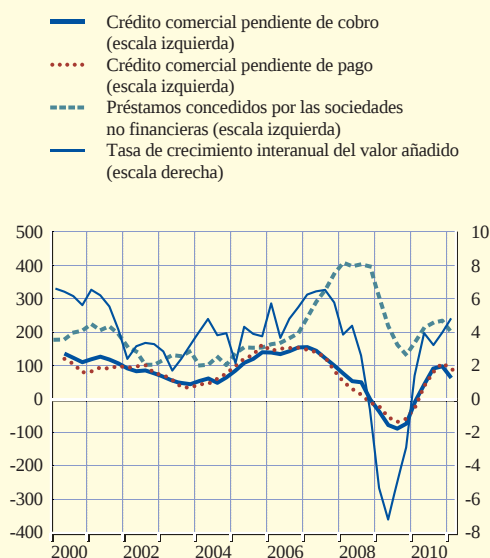
En los momentos de mayor intensidad de las turbulencias financieras, es decir, a finales de 2008, en un entorno de dificultades en los mercados inter-

26 El crédito comercial no debe confundirse con la financiación comercial, en la que participa otra institución financiera e incluiría el descuento de efectos comerciales, *factoring*, cartas de crédito, seguros de crédito, seguros de exportación, etc. Tras la quiebra de Lehman Brothers, la financiación comercial se vio seriamente afectada.

27 Para conocer un análisis a más largo plazo por países, véase F. Ramb y M. Scharnagl, «Household's portfolio structure in Germany – analysis of financial accounts data 1959-2009», *Working Paper Series*, n.º 1355, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

Gráfico 25 Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y crédito comercial pendiente de cobro y de pago

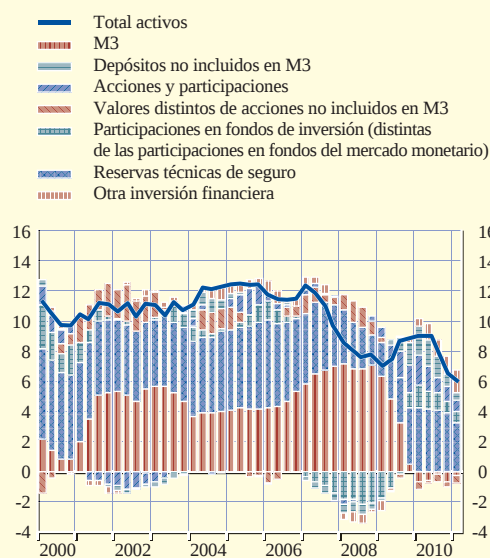
(sumas móviles de cuatro trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El crédito comercial pendiente de cobro y de pago ha sido estimado por el BCE a partir de información parcial.

Gráfico 26 Inversión financiera de los hogares

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

bancarios, las *Administraciones Públicas* también proporcionaron amplio apoyo a sus sectores bancarios a través de adquisiciones de acciones y participaciones y de bonos de las entidades de crédito, de la concesión de préstamos o, en ocasiones, mediante la constitución de depósitos por importes elevados en las entidades de crédito²⁸ (véase gráfico 27). De este modo, desde la perspectiva de los flujos de fondos, los Gobiernos asumieron temporalmente una función de intermediación que les indujo a emitir volúmenes de deuda pública muy superiores a lo que correspondería por sus déficits. La búsqueda general de activos seguros en el mercado de deuda pública observada a finales de 2008 supuso que, inicialmente, los Gobiernos no tuvieran dificultades para financiar esas necesidades de endeudamiento excepcionalmente elevadas. Por último, las entidades de crédito (junto con los no residentes) empezaron a convertirse en importantes compradores de estos instrumentos, aprovechando las oportunidades de arbitraje de tipos de interés en la curva de rendimientos con activos que en esos momentos se percibían como bastante seguros y como parte de

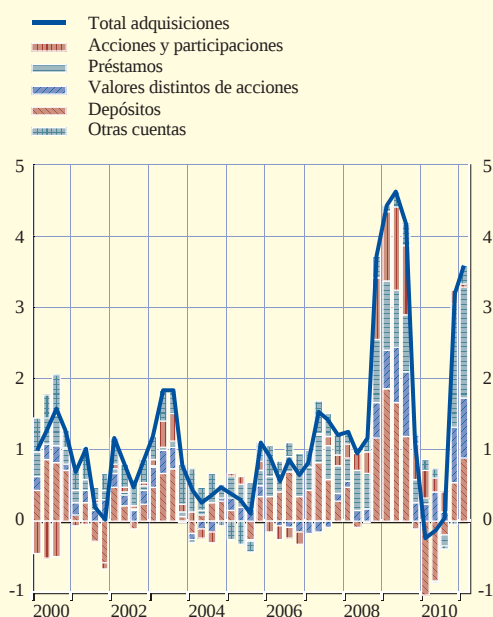
un proceso de desapalancamiento y de reducción de riesgos (en un contexto en el que la regulación tiende a asignar una ponderación nula o reducida a los pasivos públicos en el cálculo de las ratios de solvencia). Sin embargo, esto les expuso a tensiones adicionales, ya que en una fase posterior de la crisis surgieron temores sobre la sostenibilidad de la deuda (véanse secciones 3 y 4).

6 CONCLUSIONES

La utilización de las cuentas sectoriales de la zona del euro, junto con los correspondientes datos por países, permite realizar un análisis detallado de los flujos de ingresos y gasto y de la evolución de los balances, y facilita la identificación de desequilibrios emergentes, desde las perspectivas sectorial y geográfica. En los años anteriores a la crisis financiera aumentaron los desequilibrios en los distintos sectores privados de algunos de los países de la zona del euro, creando una dicotomía entre aquellos que estaban generando superávits en dichos sectores y los que registraban déficits. Durante este período, muchos Gobiernos no lograron alcanzar un superávit suficiente para amortiguar el efecto de una posible desaceleración cíclica. Al mismo tiempo, en un contexto de crecimiento económico, los desequilibrios del sector privado se incrementaron. Cuando la crisis financiera estalló inicialmente en Estados Unidos, extendiéndose a la economía mundial, y la zona del euro entró en recesión, los déficits del sector privado fueron reemplazados, en su mayor parte, por déficits públicos. Actualmente existe un amplio consenso de que la financiación mediante deuda del sector privado debe ser objeto de seguimiento, al igual que los déficits excesivos del sector público²⁹.

Gráfico 27 Adquisición de activos financieros por las Administraciones Públicas de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

28 Los Gobiernos también prestaron apoyo al sistema financiero ampliando las garantías de los pasivos de los intermediarios. Al ser pasivos contingentes, estas garantías no aparecen en el balance del sector público.

29 La iniciativa del G 20 relacionada con los *Indicadores económicos y financieros para la supervisión multilateral*, así como la iniciativa de la UE destinada a corregir los «desequilibrios macroeconómicos excesivos» (COM(2010) 525), aconseja la utilización de las cuentas por sectores para obtener medidas detalladas de la financiación mediante deuda. En relación con una agenda estadística más amplia posterior a la crisis, véase también el informe del FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera presentado a los ministros de Finanzas y a los gobernadores de los bancos centrales del G 20 de octubre de 2009, <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.

Además, la acumulación de deuda durante la fase de auge (2005-2007) no fue acompañada por un incremento similar de capital, como confirmaron las crecientes tendencias subyacentes de apalancamiento. Esta dinámica fue especialmente pronunciada en el sector de instituciones financieras, en el que las actividades de intermediación se apartaron progresivamente del sector bancario regulado y se orientaron hacia otros intermediarios con requerimientos de capital menos estrictos (principalmente, a través de prácticas como la titulización, lo que provocó una ampliación de las cadenas de intermediación). El elevado apalancamiento, que quedó encubierto por el dinamismo de los precios de los activos en ese período, hizo que las instituciones financieras se tornaran vulnerables a ulteriores cambios de sentido de estos precios. Cuando este cambio de sentido se materializó a partir de mediados de 2007, y de manera más drástica tras la quiebra de Lehman Brothers,

las instituciones financieras experimentaron un fuerte incremento de sus niveles de apalancamiento y reducciones de capital con respecto a las exigencias regulatorias, lo que dio lugar a agudas presiones para acometer procesos de desapalancamiento.

A raíz de la crisis pudo observarse un cambio en los patrones de intermediación financiera, ya que los agentes reaccionaron al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la concesión de créditos, y las sociedades no financieras aumentaron su recurso a la financiación en los mercados y a la financiación entre empresas relacionadas (incluidos créditos comerciales). Al mismo tiempo, los inversores, a la búsqueda de rendimientos, se inclinaron menos por los activos monetarios y más por activos de mayor rentabilidad. Queda por ver si este patrón se invertirá en el futuro o si será un legado más duradero de la crisis financiera.