

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

El endeudamiento de las empresas en la zona del euro

A partir de la segunda mitad de 2009, los ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras han ido cayendo progresivamente con respecto a los elevados niveles acumulados anteriormente, en un entorno que cambió con el estallido de la crisis financiera a finales del verano de 2007 y que se caracteriza por un aumento sustancial del riesgo de crédito y de la aversión al riesgo, así como por una mayor inquietud acerca de la sostenibilidad de la deuda en general. La ratio de deuda sobre activos totales de las sociedades no financieras se redujo ligeramente entre el segundo trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2011, pasando del 46 % al 43 %, y se estabilizó en el segundo trimestre de 2011¹.

El descenso progresivo de los ratios de endeudamiento refleja factores relacionados tanto con la oferta como con la demanda que afectan al crédito concedido al sector empresarial. Por el lado de la demanda, los niveles más bajos de actividad económica y, en particular, la menor formación de capital, así como la mayor propensión a retener beneficios, han contribuido a reducir la necesidad de financiación externa de las empresas. Por el lado de la oferta, el endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos aplicados por las entidades de crédito ha limitado el crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras, lo que ha contribuido a su desapalancamiento, pero también al cambio general de su estructura de capital, con una menor proporción de financiación mediante préstamos bancarios con relación a la financiación en los mercados. Al mismo tiempo, los ratios de endeudamiento de las empresas son considerables en términos históricos, como puede observarse, en concreto, en las comparaciones a largo plazo con las empresas no financieras de Estados Unidos.

Un aspecto importante del endeudamiento de las empresas en la zona del euro es el elevado grado de heterogeneidad entre los países que la integran, principalmente en lo que respecta a sus niveles de deuda cuando estalló la crisis financiera, pero también al ritmo de desapalancamiento desde mediados de 2009. Sin embargo, las empresas de la mayoría de los principales países de la zona del euro comenzaron un proceso progresivo de desapalancamiento a mediados de 2009, que fue reflejo del panorama general en la zona. Otro factor significativo de la heterogeneidad del endeudamiento de las empresas en la zona del euro es el papel que desempeña el tamaño de estas. Según la evidencia de las encuestas, por lo general, el porcentaje de grandes empresas que indicaron un descenso de sus ratios de deuda sobre activos entre 2009 y 2011 fue mayor que el de pequeñas y medianas empresas (pymes).

Si se considera el impacto de este desapalancamiento en las perspectivas de sostenibilidad de la deuda, las sociedades no financieras han reducido ligeramente su vulnerabilidad en este sentido, como muestra el dato de que su servicio de la deuda haya disminuido desde el máximo registrado en 2009. A pesar de esta señal positiva, el hecho de que el nivel de endeudamiento de estas sociedades sea todavía muy alto en términos históricos apunta a que persisten las vulnerabilidades, en particular en escenarios de costes de financiación de la deuda más elevados.

I INTRODUCCIÓN

El endeudamiento de los sectores privados no financieros (es decir, hogares y sociedades no financieras) de la zona del euro creció con rapidez en la pasada década, con carácter general hasta 2009. Los elevados niveles de endeudamiento alcanzados aumentaron la vulnerabilidad del sector privado no financiero a la evolución de los tipos de

interés y a las valoraciones negativas sobre el riesgo de crédito por parte de los participantes en los mercados.

Aunque un cierto grado de deuda incide positivamente en el crecimiento, pues ayuda a los inversores a financiar el crecimiento mediante la asunción

¹ En este artículo se incluyen datos obtenidos de las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2011.

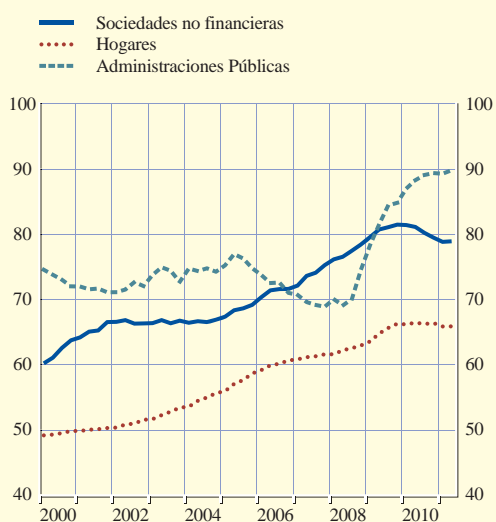
de préstamos o la emisión de valores distintos de acciones, los niveles excesivamente elevados de deuda lo perjudican². La crisis financiera, que comenzó a mediados de 2007 y se intensificó en septiembre de 2008, llevó a un replanteamiento de lo que constituye un nivel sostenible de deuda, así como a un redescubrimiento de los riesgos de crédito. Esto, a su vez, indujo a los deudores a tomar medidas para reducir su endeudamiento. Aunque la escasa actividad económica generó un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento a lo largo de 2009, la deuda de las sociedades no financieras en relación con el PIB empezó a descender progresivamente, desde el 81 % en el último trimestre de 2009 hasta el 79 % en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 1). La ratio deuda/PIB de los hogares siguió aumentando hasta el segundo trimestre de 2010, pero disminuyó ligeramente con posterioridad, hasta el segundo trimestre de 2011. En contraposición a lo ocurrido en los sectores privados no financieros, la deuda de las Administraciones Públicas evolucionó en la dirección opuesta durante la crisis³. La desaceleración económica y, por

ende, la reducción de los ingresos públicos y el aumento del gasto dieron lugar a un acusado incremento de las ratios de deuda de las Administraciones Públicas durante la crisis financiera, que se prolongó hasta el segundo trimestre de 2011. El crecimiento de la deuda pública afecta a la financiación del sector privado cuando se elevan las primas del riesgo país y los riesgos soberanos repercuten en las condiciones del crédito bancario y de la financiación en los mercados de las empresas. Por tanto, la crisis financiera ha puesto claramente de manifiesto la interrelación existente entre los balances del sector público y privado.

Partiendo de esta visión general de la trayectoria de la deuda en los distintos sectores, el presente artículo se centra en la evolución de la deuda de las sociedades no financieras en la zona del euro. En la sección 2 se detalla y se explica la evolución del endeudamiento de las sociedades no financieras en la zona del euro y en los distintos países de la zona durante la pasada década. También se incluye un recuadro en el que se compara la trayectoria del endeudamiento de estas sociedades en la zona del euro y en Estados Unidos. En la sección 3 se analizan la composición de la financiación externa y el papel de la deuda en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro. En particular, se examinan las variaciones en la estructura de financiación de estas sociedades durante la crisis financiera. En la sección 4 se estudian las necesidades de financiación externa y la evolución de la deuda de las pymes y de las grandes empresas de la zona del euro, según datos individuales de las empresas, así como la financiación mediante deuda en los principales sectores. La sección 5 se centra en la cuestión fundamental de la sostenibilidad de la deuda y analiza los indicadores que pueden ayudar a evaluar la sostenibilidad de la deuda empresarial. Por último, la sección 6 concluye con un resumen de los puntos principales de este artículo.

Gráfico 1 Ratios deuda/PIB de los sectores no financieros de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: La deuda de los hogares está compuesta por préstamos. La de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas incluye préstamos (excluida la financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro. La ratio deuda/PIB de las Administraciones Públicas se ha obtenido de las cuentas integradas de la zona del euro.

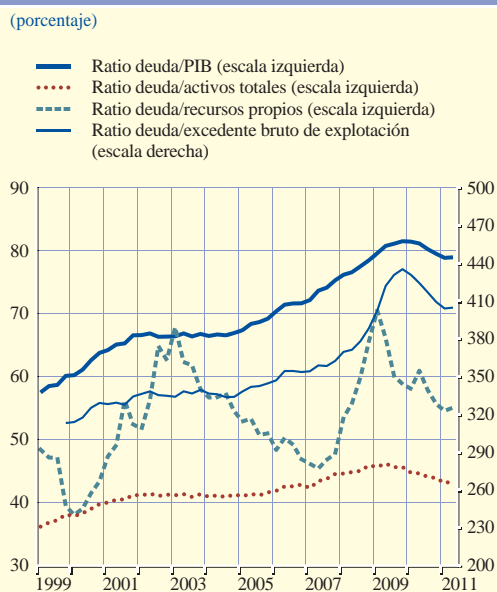
2 S. G. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *Working Paper Series*, BPI, n.º 352. Véase, asimismo, la sección 5 de este artículo.

3 La definición de deuda de las Administraciones Públicas que se utiliza en las cuentas integradas de la zona del euro difiere de la definición de deuda pública de Maastricht en que no está consolidada y se refleja a valor de mercado.

2 EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN LA ZONA DEL EURO

El acusado aumento de la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras en la zona del euro, que pasó del 57% en el primer trimestre de 1999 a registrar un máximo del 81% en el cuarto trimestre de 2009, fue reflejo de una acumulación de la deuda empresarial a lo largo de diferentes fases (véase gráfico 2 y también el recuadro para obtener una perspectiva a más largo plazo)⁴. Desde el segundo semestre de la década de los noventa hasta principios de 2002, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras se incrementaron en el contexto del «auge de la nueva economía», en el que las condiciones para financiar la inversión real y financiera de las empresas eran favorables, y el crecimiento de los préstamos, elevado. Tras un período posterior de saneamiento de balances, las ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro volvieron a subir a partir de 2005 y registraron su máximo nivel en 2009. Múltiples indicadores de deuda reflejan esta evolución. Mientras que la ratio deuda/PIB relaciona el endeudamiento de las empresas con la actividad económica, la ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras muestra la deuda empresarial con respecto a la generación de ingresos. Esta ratio es particularmente informativa para evaluar la sostenibilidad de la deuda, ya que el excedente bruto de explotación se utiliza para la amortización de deuda (véase sección 5). La ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación pasó del 313% en 1999 al 437% en el cuarto trimestre de 2009, y cayó posteriormente, hasta situarse en el 405% en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 2). El pronunciado aumento registrado en el segundo semestre de 2008 y en 2009 estuvo determinado, principalmente, por un descenso del excedente bruto de explotación, como consecuencia de la escasa actividad económica. El incremento fue menos acusado en el caso de la ratio de deuda sobre activos, que incluye tanto activos fijos como financieros y, por ende, es más completa en relación con los activos de las sociedades no financieras que generan ingresos o que pueden enajenarse en caso necesario. La ratio de deuda sobre activos totales⁵ ascendió desde

Gráfico 2 Ratios de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: La deuda de las sociedades no financieras incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro. Los activos financieros han sido consolidados con la financiación interempresarial, acciones y otras cuentas pendientes de cobro, excluidos los créditos comerciales.

el 36,2% en el primer trimestre de 1999 hasta alcanzar un máximo del 46,2% en el segundo trimestre de 2009. Posteriormente disminuyó de forma progresiva, hasta situarse en el 43% en el segundo trimestre de 2011. A diferencia de otros ratios de deuda, la ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras es más volátil, principalmente debido a los efectos de valoración derivados de las fluctuaciones de los precios de las acciones.

Por tanto, la mayoría de los ratios de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro alcanzaron su máximo nivel en 2009 y se redujeron ligeramente hasta 2011, año en el que se produjo una cierta estabilización. Esta evolución es reflejo

4 La deuda de las sociedades no financieras incluye préstamos (salvo financiación interempresarial, es decir, préstamos concedidos entre sociedades no financieras), valores distintos de acciones emitidos por ellas y reservas de fondos de pensiones de las sociedades no financieras.

5 La deuda y los activos no incluyen la financiación interempresarial. En la definición de activos se excluyeron las acciones y otras participaciones (salvo las participaciones en fondos de inversión) y otras cuentas (sin el crédito comercial).

del impacto del ciclo económico y de las medidas de las sociedades no financieras para desapalancarse, en un entorno de mayor sensibilidad a los riesgos de crédito. La progresión de las ratios de deuda sobre activos fue más moderada, en general, que la de las ratios de deuda en relación con la actividad económica, lo que muestra que el incremento del endeudamiento de las sociedades no financieras estuvo respaldado, en gran medida, por un aumento de los activos utilizables como garantía, que permitió a las empresas asumir más deuda. Al mismo tiempo, el crecimiento del endeudamiento en relación con los ingresos de las empresas genera inquietud sobre la sostenibilidad de su deuda (véase sección 5).

El acusado descenso de actividad económica en 2008 y 2009 provocó una considerable caída de la demanda de crédito, como consecuencia de la menor formación de capital y de la menor necesidad de capital circulante de las sociedades no financieras. Además, la disminución sustancial de las operaciones de fusión y adquisición por parte de estas sociedades entre 2008 y el primer trimestre de 2010 contrajo su demanda de financiación externa. Por tanto, la acumulación de deuda se redujo significativamente, impulsada por factores de demanda, como refleja también la encuesta sobre préstamos bancarios, en la cual, las entidades de crédito participantes indicaron un descenso de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010, y de nuevo en el tercer trimestre de 2011.

Además, las restricciones en la oferta de préstamos bancarios pueden haber contribuido al desapalancamiento de las empresas. En el período anterior a la crisis financiera, apenas se prestó atención al aumento de sus niveles de deuda, en particular, debido a que el coste de financiación de la deuda y la carga por intereses de las sociedades no financieras se mantuvieron en niveles moderados. Sin embargo, la actitud de las entidades de crédito y de los participantes en los mercados cambió durante la crisis financiera, cuando el acceso a la financiación de las propias entidades de crédito pasó a estar bajo presión por la preocupa-

ción existente en torno a sus balances. Las entidades participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indicaron en 2008 y en 2009, y de nuevo en el tercer trimestre de 2011, que el coste de la financiación y los problemas de disponibilidad de fondos que experimentaban contribuyeron considerablemente al endurecimiento neto de los criterios de concesión de créditos a las empresas⁶. Además, durante el mismo período, un porcentaje neto significativo de entidades bancarias señaló una ampliación de los márgenes de los préstamos, que fue más acusada en el caso de los préstamos de mayor riesgo que en el de los préstamos ordinarios. En cuanto a la financiación de las sociedades no financieras en los mercados, el coste de financiación mediante valores distintos de acciones se elevó considerablemente para las sociedades no financieras en 2008, en un contexto de creciente preocupación en los mercados sobre la solvencia de los prestatarios. Para garantizar o mejorar su solvencia, es posible que las empresas hayan redoblado sus esfuerzos por desapalancarse en respuesta a esta evolución de los préstamos bancarios y de la financiación mediante valores de renta fija, a la que se suma el descenso cíclico de la demanda de financiación externa.

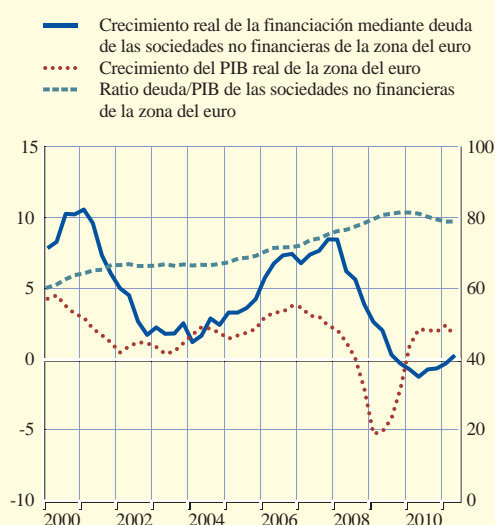
El desapalancamiento de las sociedades no financieras también puede observarse en la evolución del crecimiento real de la financiación mediante deuda y del crecimiento del PIB real (véase gráfico 3). En 2008 y en 2009, el crecimiento real de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras descendió notablemente y pasó a situarse en terreno negativo desde el cuarto trimestre de 2009 hasta el primer trimestre de 2011. Además, la disminución de este crecimiento continuó hasta el segundo trimestre de 2010, mientras que el crecimiento del PIB ya había empezado a recuperarse en 2009. Esta evolución está en consonancia con la evidencia procedente de los patrones históricos de los préstamos a las sociedades no financieras, que tienden a ir con un desfase de alrededor de tres trimestres con respecto al ciclo⁷. También puede

6 Véanse los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro en el sitio web del BCE.

7 Véase el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

Gráfico 3 Crecimiento real de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras y crecimiento del PIB real

(tasa de variación interanual, deflactada por el deflactor del PIB; porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

observarse en el gráfico 3 que la caída de la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro con respecto a su nivel máximo del último trimestre de 2009 comenzó uno o dos años después de la contracción del crecimiento del PIB.

El desapalancamiento de las sociedades no financieras se vio favorecido por el considerable volumen de recursos internos que las empresas habían acumulado. Entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2010, las sociedades no financieras aumentaron notablemente sus beneficios no distribuidos, lo que tuvo su reflejo en el ahorro empresarial (y en las transferencias netas de capital). El ahorro empresarial se mantuvo prácticamente estable en relación con el PIB desde entonces hasta el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico D del recuadro). Estos hechos, en combinación con el acusado descenso de la formación de capital, se tradujeron en un estrechamiento sustancial de la brecha de financiación de las sociedades no financieras (que es la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB), la cual incluso arrojó temporalmente un superávit (desde el cuarto trimestre de 2009 hasta el cuarto tri-

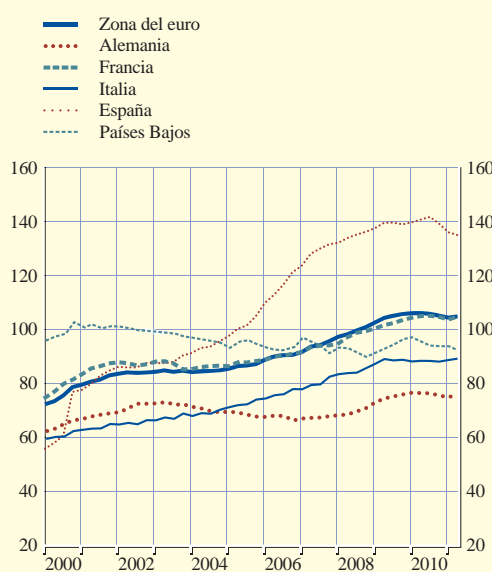
mestre de 2010). La evolución de los resultados de las empresas coincide generalmente con la evidencia sobre la evolución de los beneficios basada en los datos individuales de las empresas. Según esta evidencia, la rentabilidad de los activos de las empresas aumentó entre el segundo semestre de 2009 y mediados de 2010 y, posteriormente, se mantuvo prácticamente estable hasta mediados de 2011, en un entorno de intensificación de las presiones sobre los costes y de ralentización del crecimiento de las ventas.

Aunque los niveles de los distintos indicadores de deuda de las sociedades no financieras se moderaron en 2010 y en el primer trimestre de 2011 en la zona del euro, el panorama es variado en los distintos países de la zona⁸. En primer lugar, por lo que respecta al nivel de las ratios de deuda, las sociedades no financieras de Alemania han registrado la ratio deuda/PIB más baja de los cinco países principales de la zona desde el cuarto trimestre de 2004 (véase gráfico 4). En cambio, en

8 Este artículo se centra básicamente en los cinco países principales de la zona del euro.

Gráfico 4 Ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



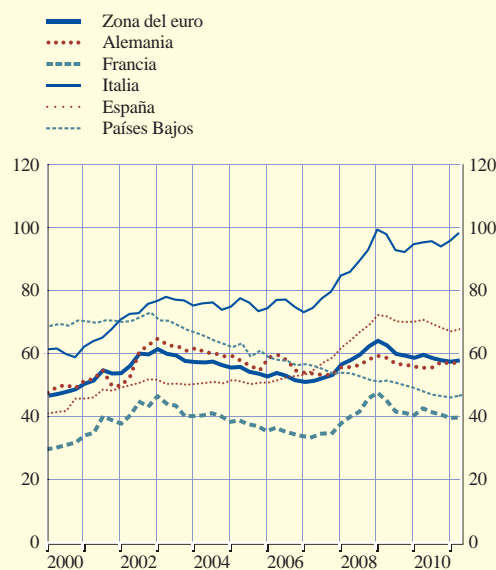
Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

España la ratio se situó considerablemente por encima del nivel de la zona del euro durante la mayor parte del período analizado. Al mismo tiempo, la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras francesas estuvo por debajo de la media de la zona del euro durante todo el período considerado, mientras que la de las italianas se situó significativamente por encima del nivel de la zona (véase gráfico 5). Si se examina la evolución de la deuda de los cinco países principales de la zona del euro entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2011, las ratios de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras se incrementaron en mayor medida en Italia y España, mientras que se mantuvieron más estables en Francia y Alemania. En los cuatro países, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras comenzaron a caer en el segundo trimestre de 2009, reflejando la evolución de la zona del euro. Sin embargo, mientras que la ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras de Alemania, Francia y España se mantuvo prácticamente estable en 2011, hasta el segundo trimestre del año, la de las sociedades no financieras de Italia empezó a aumentar de nuevo en dicho año. Además, según la ratio de deuda sobre activos financieros, las sociedades no financieras alemanas comenzaron su proceso de desapalancamiento

Gráfico 5 Ratio de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones. Los activos financieros comprenden efectivo y depósitos, préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, otras cuentas pendientes de cobro y reservas técnicas de seguro.

mucho antes (a partir del primer trimestre de 2003) que las de los otros cuatro países principales de la zona del euro.

Recuadro

COMPARACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO Y DE ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se compara el endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro con el de las empresas no financieras de Estados Unidos, que es el sector más comparable¹. En el momento del estallido de la crisis financiera, las sociedades no financieras de ambas economías tenían un elevado nivel de endeudamiento, y comenzaron a desapalancarse a partir de 2009 en un contexto de crisis. Tanto factores de demanda, dada la acusada desaceleración económica a partir del último trimestre de 2008, como las restricciones en la oferta, en términos de concesión de préstamos

1 El sector de empresas no financieras de Estados Unidos incluye todas las empresas no financieras con o sin forma societaria. A diferencia del sector de sociedades no financieras de la zona del euro, también incluye las empresas individuales, que en las cuentas integradas de la zona del euro se clasifican dentro del sector hogares. Véanse también el recuadro titulado «Evolución de la financiación empresarial: una comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», del artículo «Evolución de la financiación empresarial en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2005, y el recuadro titulado «La comparación entre las cuentas nacionales de Estados Unidos y de la zona del euro», del artículo titulado «Evolución de los balances de situación del sector privado de la zona del euro y de Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2004.

bancarios, han contribuido a la caída de las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras. Además, el incremento de los beneficios ha favorecido el desapalancamiento de las empresas.

Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos: perspectiva a largo plazo

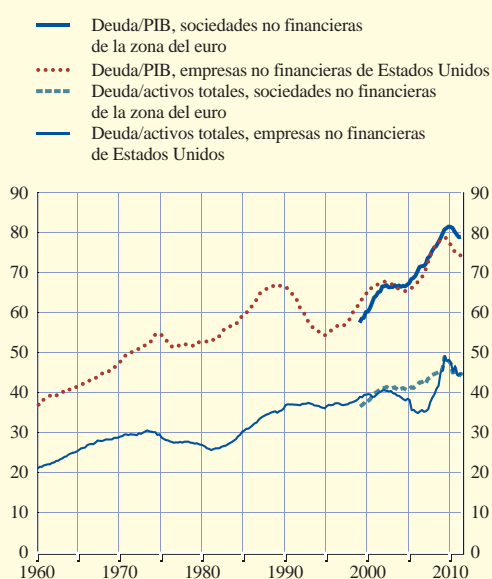
Adoptando una perspectiva a largo plazo, el gráfico A muestra que la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos se ha duplicado durante los 50 últimos años, pasando del 37 % en 1960 al 74 % en el segundo trimestre de 2011. La ratio de deuda sobre activos totales ha experimentado un aumento igualmente pronunciado, desde el 21 % en 1960 hasta el 45 % en el segundo trimestre de 2011. La ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos se incrementó de forma especialmente marcada durante la década de los ochenta, en un entorno de elevada inflación y tipos de interés, mientras que descendió considerablemente en la primera parte de los años noventa. Entre la segunda mitad de dicha década y 2002, la ratio deuda/PIB volvió a crecer con rapidez en el contexto del «auge de la nueva economía», alcanzando niveles similares a los registrados en 1989. Este aumento fue reflejo, principalmente, del extraordinario crecimiento de los préstamos concedidos entre la segunda mitad de la década de los noventa y el año 2000 para financiar una inversión sustancial, impulsado por los elevados niveles de confianza en un intenso crecimiento de la productividad. Tras un período de saneamiento de balances, la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos repuntó nuevamente en el segundo trimestre de 2009, hasta situarse en el 79 %, el nivel más alto de los últimos 50 años.

Aunque para la zona del euro no se dispone de datos comparables que cubran un período tan largo, el gráfico A muestra que las ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro y de las empresas no financieras de Estados Unidos han evolucionado registrando niveles similares desde 1999. En el segundo trimestre de 2011, la ratio deuda/PIB de las sociedades no financieras de la zona del euro (78,9 %) era algo más elevada que la correspondiente a las empresas no financieras de Estados Unidos (74,3 %). La ratio de deuda sobre activos totales fue similar, en general, en ambas economías, situándose en el 43,4 % en el caso de las sociedades de la zona del euro y en el 44,7 % en el de las empresas de Estados Unidos.

Aunque las estructuras económicas y el entorno han cambiado radicalmente en estos 50 años, las empresas no financieras son vulnerables a incrementos en el coste de financiación, debido a su extraordinario nivel de endeudamiento en 2009 y a los elevados niveles que siguen registrando actualmente.

Gráfico A Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(porcentaje)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y BCE.

Notas: Deuda excluye la financiación interempresarial. Para la zona del euro, los activos se han consolidado con la financiación interempresarial, acciones y otras cuentas (excluido el crédito comercial pendiente de cobro). Las acciones y otras participaciones (salvo las participaciones en fondos de inversión) y otras cuentas (sin crédito comercial) se han excluido de la definición de activos, ya que no se incluyen en los datos de Estados Unidos.

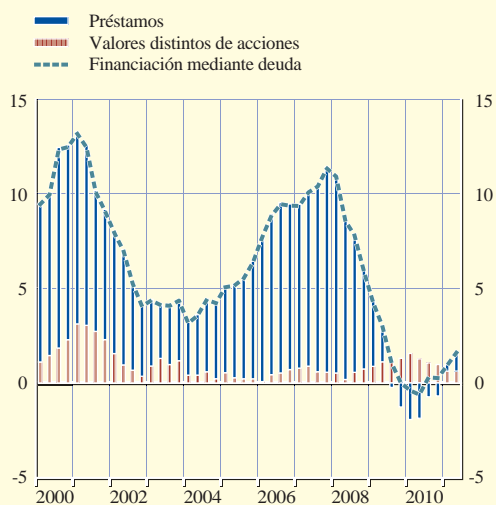
Evidencia del desapalancamiento de las empresas durante la crisis financiera

En el contexto de la crisis financiera, las ratios deuda/PIB de las sociedades no financieras comenzaron a descender en ambas economías en 2009. Como puede observarse en los gráficos B y C, la tasa de crecimiento interanual de la financiación mediante deuda cayó notablemente a partir del segundo semestre de 2007, coincidiendo con el inicio de la crisis financiera, hasta el primer trimestre de 2010. La tasa de variación interanual de la financiación mediante deuda disminuyó de forma más acusada en Estados Unidos que en la zona del euro y, en particular, fue negativa en el caso de las empresas no financieras estadounidenses entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, fue solo ligeramente negativa en el primer semestre de 2010. Esto significó una caída algo más pronunciada de la ratio deuda/PIB de las empresas no financieras de Estados Unidos entre el máximo registrado en el segundo trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2011, mientras que la ratio de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo de manera más gradual (desde el pico del segundo trimestre de 2009).

La caída de la financiación mediante deuda en las dos economías estuvo impulsada por la considerable desaceleración económica durante la crisis financiera. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y su equivalente en Estados Unidos (*Senior Loan Officer Survey*) aportan evidencia de que las entidades de crédito endurecieron considerablemente sus criterios de aprobación del crédito a empresas durante la crisis financiera, comenzando en el tercer trimestre de 2007 y alcanzando su punto álgido en el cuarto trimestre de 2008. Esto afecta especialmente a las sociedades no financieras de la zona del euro y, en particular, a las empresas más pequeñas, ya que recurren en gran medida a los préstamos bancarios como fuente de financiación externa. Entre 2009 y 2011, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas se suavizó con carácter

Gráfico B Contribución al crecimiento de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)

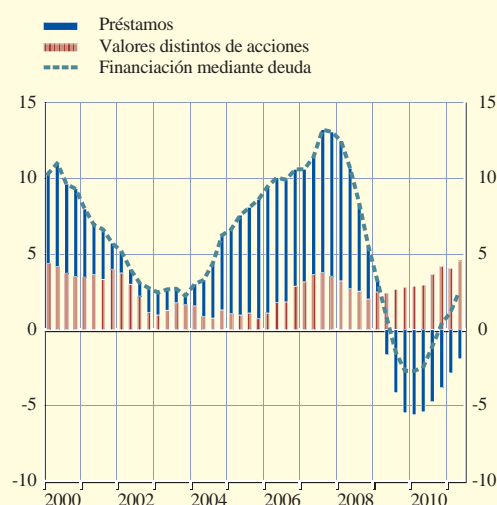


Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye préstamos (excluida la financiación interempresarial) y valores distintos de acciones.

Gráfico C Contribución al crecimiento de la financiación mediante deuda de las empresas no financieras de Estados Unidos

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

Nota: La financiación mediante deuda se define como instrumentos del mercado crediticio según las estadísticas sobre flujos de fondos de Estados Unidos.

general y pasó a una situación de relajación neta en Estados Unidos, mientras que en la zona del euro se intensificó en el tercer trimestre de 2011. Por tanto, parecía que había una restricción en la oferta de préstamos bancarios, particularmente en la primera fase de la crisis financiera. Así pues, tanto la demanda como la oferta de financiación mediante deuda han contribuido a la caída del crecimiento de esta fuente de financiación en ambas economías.

Durante la crisis financiera se produjeron cambios significativos en la composición de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos. La financiación de estas sociedades en los mercados cobró importancia durante la crisis en ambas economías (véanse gráficos B y C). En cambio, las empresas no financieras estadounidenses redujeron su financiación mediante préstamos bancarios entre el segundo trimestre de 2009 y el segundo trimestre de 2011. Las sociedades no financieras de la zona del euro también recortaron este tipo de financiación entre el tercer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010, pero en menor medida que en Estados Unidos.

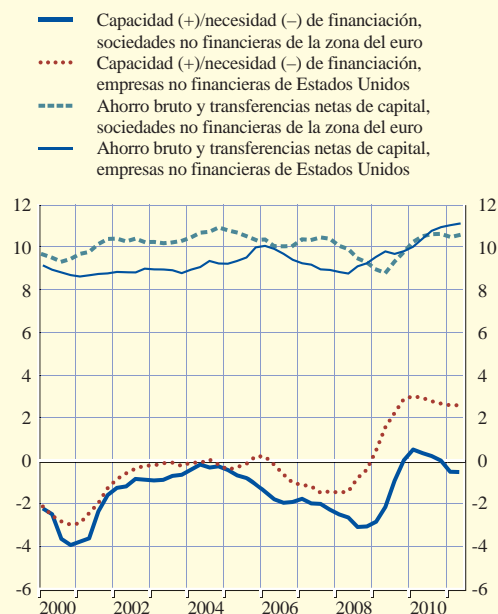
En ambas economías, los sustanciales aumentos de los beneficios no distribuidos generaron una reducción de las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras y, por tanto, también de su dependencia de la deuda. En Estados Unidos, el incremento de los beneficios empresariales se refleja en la relación entre el ahorro bruto y las transferencias netas de capital de las sociedades no financieras y el PIB, la cual aumentó desde el 8,7 % en el segundo trimestre de 2008 hasta el 11,1 % en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico D). En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, el ascenso fue similar, desde el 8,8 % en el segundo trimestre de 2009 hasta el 10,5 % en el segundo trimestre de 2011. Además, la formación de capital disminuyó drásticamente en 2008 y 2009 en el contexto de la crisis. Ambas evoluciones significan que la necesidad de financiación externa de las sociedades no financieras disminuyó de forma muy considerable. La brecha de financiación [definida como la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB], que suele ser negativa en las sociedades que necesitan financiar sus inversiones con fondos externos, pasó a ser positiva para las empresas no financieras de Estados Unidos entre el primer trimestre de 2009 (0,5 %) y el segundo trimestre de 2011 (2,6 %), y para las sociedades no financieras de la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010.

Conclusiones

En conjunto, las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos parecen ser comparables, en general, en términos de su nivel y evolución. En ambas

Gráfico D Brecha de financiación y beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras de la zona del euro y de Estados Unidos

(porcentaje del PIB)



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

Notas: La brecha de financiación se define como la ratio entre la capacidad (+)/necesidad (-) de financiación y el PIB y es igual, en términos generales, al ahorro bruto y las transferencias netas de capital, menos la formación bruta de capital en relación con el PIB.

economías, las sociedades no financieras habían acumulado niveles muy elevados de deuda, en términos históricos, antes del estallido de la crisis financiera a finales del verano de 2007, pero las ratios de endeudamiento comenzaron a caer a partir de entonces. Sin embargo, estas ratios se mantienen en niveles históricamente altos y constituyen una fuente importante de vulnerabilidad para las perspectivas del sector empresarial, en particular con respecto a los riesgos asociados al aumento de los costes de financiación de la deuda.

3 EL PAPEL DE LA DEUDA EN LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Determinar la forma de la estructura de capital de una empresa es una de las decisiones más importantes que han de tomar los gestores. Después de la aportación fundamental de Modigliani y Miller⁹ con su proposición de irrelevancia, que se remonta a 1958, ahora se reconoce con carácter general que las imperfecciones de los mercados de capitales hacen que la estructura de capital de una empresa influya en su valor. Distintos enfoques teóricos, basados en la relajación de la hipótesis de Modigliani y Miller, consideran, en escenarios alternativos, que la presencia de costes de agencia, la información asimétrica, el control empresarial y los impuestos son factores que rigen las decisiones de las empresas acerca de su estructura de capital. Según la teoría de la jerarquía financiera o *pecking order*, los gestores consideran que las asimetrías en la información son tales que los mercados generalmente infravaloran las acciones de una empresa y, por tanto, prefieren la financiación interna a la externa y la deuda a los recursos propios¹⁰. Según esta teoría, el apalancamiento de una empresa refleja, principalmente, su rentabilidad histórica y sus oportunidades de inversión. En cambio, cuando los gestores intentan explotar la información asimétrica en beneficio de los accionistas actuales, tienden a vender acciones cuando el valor de la empresa es elevado, vinculando así la estructura de capital a las fluctuaciones de las cotizaciones¹¹. En ambas teorías los gestores no están interesados realmente en fijar un objetivo de deuda específico y, además, no hay razón para que intenten corregir los cambios que experimenta el apalancamiento por las variaciones en el valor de la empresa. Otra teoría alternativa, conocida como la teoría del equilibrio estático o *trade-off*, mantiene

que las imperfecciones de los mercados generan un vínculo entre el apalancamiento y el valor de una empresa¹². Esta teoría sugiere que la estructura de capital óptima para cualquier empresa reflejará el equilibrio entre los beneficios de la deuda como escudo fiscal y los crecientes costes de agencia y de dificultades financieras (como los costes de quiebra) asociados a los elevados niveles de deuda. En este caso, los gestores actúan de forma activa para corregir las desviaciones con respecto a sus niveles de endeudamiento óptimos.

Según estudios recientes¹³, la mayoría de las empresas indicaron que tienen objetivos específicos en relación con la combinación de deuda fija y variable, deuda a corto y a largo plazo, vencimiento medio, duración y proporción de endeudamiento con el sector bancario. A la hora de estimar el volumen de deuda adecuado, se considera fundamental centrarse en los factores determinantes de las ratios objetivo, la flexibilidad financiera, las calificaciones crediticias, la volatilidad de los resultados y las ventajas fiscales de los gastos por intereses.

La ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras facilita información sobre la importancia de la deuda en relación con los recursos

9 F. Modigliani y H. M. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48(3), junio de 1958, pp. 261-297.

10 S. C. Myers, «The capital structure puzzle», *Journal of Finance*, n.º 39, 1984, pp. 575-592.

11 M. P. Baker y J. A. Wurgler, «Market timing and capital structure», *Journal of Finance*, vol. 57(1), 2002, pp. 1-32.

12 H. DeAngelo y R. Masulis, «Optimal capital structure under corporate and personal taxation», *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 1980, pp. 3-29.

13 J. R. Graham y C. R. Harvey, «The theory and practice of corporate finance: evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, n.º 60, 2001, pp. 187-243; D. Brounen, A. de Jong y K. Koedijk, «Capital structure policies in Europe: Survey evidence», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30(5), 2006, pp. 1409-1442; y H. Servaes y P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Debt Structure*, Deutsche Bank, 2006.

propios de la empresa y, por tanto, sobre su estructura de capital. Desde 2000, esta ratio se ha situado en una media del 69 % para las sociedades no financieras de la zona del euro (véase gráfico 6). La ratio de una empresa fluctúa considerablemente debido a la volatilidad de los precios de las acciones, lo que significa que su estructura de capital suele estar formada por una proporción mayor de acciones, especialmente acciones no cotizadas¹⁴, que de deuda. Durante el período analizado, la proporción de deuda de las empresas con respecto a sus recursos propios ha estado por debajo de la media de la zona del euro en Francia, y por encima en Alemania. En conjunto, parece que existe una cierta disparidad en la estructura de capital de los distintos países de la zona del euro.

En cuanto a la estructura de la deuda de las empresas, tradicionalmente la deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro ha estado formada,

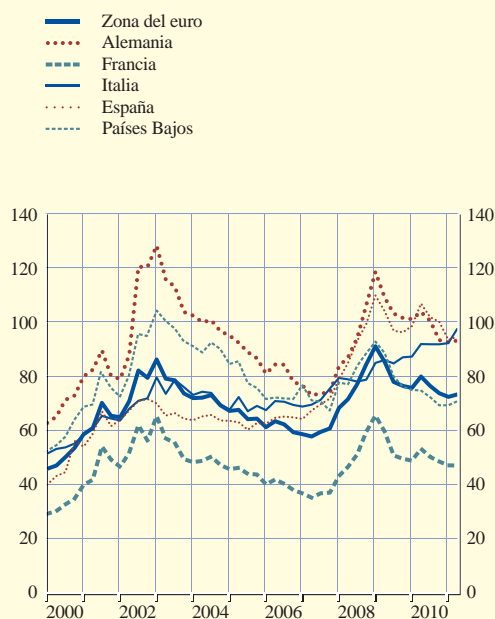
en gran parte, por préstamos bancarios¹⁵. Concretamente, las empresas más pequeñas suelen utilizar esta fuente de financiación externa, ya que su acceso a la financiación en los mercados es limitado. Sin embargo, este patrón cambió notablemente durante la crisis financiera (véase gráfico 7). La contribución de la financiación mediante préstamos bancarios a la financiación total mediante deuda descendió a partir del segundo trimestre de 2008, marcando una tendencia hacia la desintermediación, y pasó a ser negativa entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En cambio, cobraron importancia otras fuentes de financiación

14 Mientras que las acciones cotizadas representaron, en promedio, el 17 % del pasivo total de las sociedades no financieras entre el año 2000 y el segundo trimestre de 2011, las acciones no cotizadas constituyeron el 34 %.

15 Deuda se define en este caso como préstamos (incluida la financiación interempresarial), valores distintos de acciones y crédito comercial (neto del crédito comercial pendiente de cobro), con el fin de reflejar la importancia relativa de los distintos instrumentos.

Gráfico 6 Ratio deuda/recursos propios de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Gráfico 7 Contribución a la tasa de crecimiento anual de la financiación mediante deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La financiación mediante deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones, crédito comercial y reservas de fondos de pensiones.

mediante deuda. En concreto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras adquirió relevancia durante la crisis financiera. Por lo que respecta al coste de financiación, tras el máximo alcanzado en noviembre de 2008, poco después de la quiebra de Lehman Brothers, el coste de la financiación mediante valores de renta fija de las sociedades no financieras disminuyó considerablemente hasta septiembre de 2010 y se incrementó moderadamente a partir de entonces. Asimismo, tras algunas subidas de los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta octubre de 2008, las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE condujeron a un descenso de dichos tipos hasta principios de 2010 y, posteriormente, a un aumento moderado de los mismos hasta mediados de 2011. Por tanto, aunque la evolución del coste de financiación apenas indica un cambio en la estructura de financiación mediante deuda de las sociedades no financieras, la información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sugiere que la modificación de dicha estructura, con una contracción de los préstamos bancarios, puede haber sido consecuencia de las restricciones en la oferta de estos préstamos (véase sección 2).

Asimismo, la financiación entre empresas puede haber servido para amortiguar la menor disponibilidad de crédito bancario¹⁶. En particular, los préstamos de las sociedades matrices a sus filiales (financiación interempresarial) posiblemente han ayudado a las pequeñas empresas a conseguir financiación. También cobró importancia el crédito comercial, que está asociado al intercambio de bienes, lo que indica, por tanto, que desempeñó un cierto papel amortiguador¹⁷.

4 NECESIDADES DE FINANCIACIÓN EXTERNA Y EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EN LA ZONA DEL EURO, POR TAMAÑO DE LA EMPRESA Y SECTOR DE ACTIVIDAD PRINCIPAL

Una importante fuente de diferencias en el grado de endeudamiento de las empresas de la zona del euro surge del tamaño de las mismas. Es de acep-

tación general que las pequeñas empresas se enfrentan a problemas de financiación distintos, y habitualmente mayores, que las grandes sociedades, debido, sobre todo, a las características específicas de su financiación¹⁸. En primer lugar, suele considerarse que son más opacas y que corren mayor riesgo de quiebra que las grandes empresas. En segundo lugar, las pequeñas empresas suelen estar menos asentadas y no han tenido tiempo de labrar una trayectoria y una reputación. En tercero, las pymes, normalmente, no emiten instrumentos negociables que se cotizan de forma continua en los mercados de valores, de modo que no pueden utilizar estas emisiones para proporcionar información al mercado. Al mismo tiempo, las pequeñas empresas recurren a la financiación externa, en particular a los préstamos bancarios, para financiar su crecimiento. Por tanto, los grandes obstáculos para conseguir financiación pueden ser un reto considerable para las pymes, que, a su vez, puede aumentar los riesgos de crédito del sector empresas y afectar negativamente a la productividad de la economía. Esto parece ser incluso más relevante en la actualidad, ya que las fuentes de financiación de las empresas son más escasas y la disponibilidad de instrumentos de financiación se ha deteriorado durante la crisis financiera.

Para ofrecer una idea de la importancia de la financiación externa para las empresas según su tamaño, en el gráfico 8 se muestra el porcentaje de empresas que utilizan este tipo de fuente para financiar su crecimiento¹⁹.

16 Véase, asimismo, el artículo titulado «La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2011.

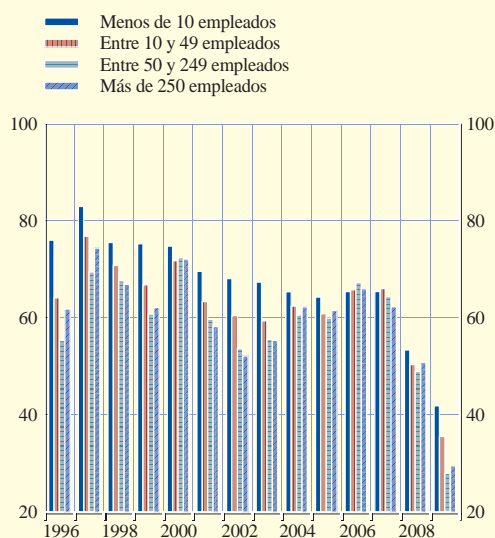
17 En relación con la evolución reciente del crédito comercial, véase el recuadro titulado «La utilización del crédito comercial por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2011.

18 Véase un análisis en «Corporate finance in the euro area», *Occasional Paper Series*, BCE, n.º 63, junio de 2007.

19 El análisis que se presenta en esta sección se basa en datos individuales de las empresas, extraídos de la base de datos AMADEUS del Bureau van Dijk. La mayor parte de la muestra está formada por sociedades no financieras no cotizadas —excluidos los sectores de agricultura, silvicultura, pesca y minería—, pertenecientes a nueve países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, España, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal y Finlandia). La muestra contiene alrededor de 300.000 empresas presentes en el país durante al menos cuatro años consecutivos en el período 1994-2009.

Gráfico 8 Empresas con un crecimiento mayor del previsto en función de sus recursos internos¹⁾

(porcentaje de empresas)



Fuentes: Bureau van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

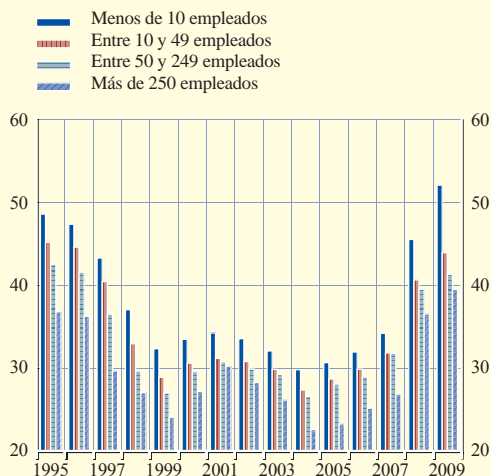
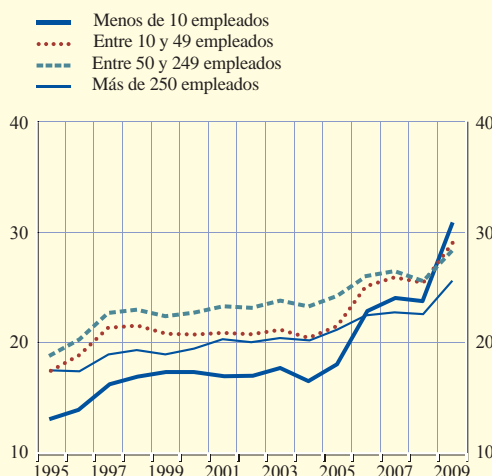
1) Tras el enfoque aplicado por Demirgüç-Kunt y Marksimovic en «Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data», *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 337-363, se utiliza el modelo de planificación financiera del «porcentaje de las ventas» para calcular, para cada empresa, la tasa de crecimiento máxima a la que puede crecer cuando solo dispone de recursos internos.

Dos regularidades empíricas se derivan del gráfico. La primera es que, a finales de la década de los noventa, una gran proporción de pequeñas empresas tendió a utilizar la financiación externa para crecer a una tasa más elevada que la que se derivaba solo de sus recursos internos. La segunda es que esta proporción ha ido disminuyendo con el tiempo, a medida que se ha reducido la capacidad de las empresas para pagar sus intereses con cargo a los ingresos generados. De hecho, la ratio de carga por intereses, que refleja el impacto combinado de las variaciones en los tipos de interés (relacionadas con las condiciones generales del crédito en cada país), así como la rentabilidad de las empresas y sus niveles de endeudamiento, ya había comenzado a aumentar en 2005 y alcanzó su cota máxima en 2009, último año de la observación (véase gráfico 9). Aunque, en conjunto, la carga por intereses ha sido proporcionalmente más elevada en el caso de las pequeñas empresas, sus ratios de endeudamiento crecieron desde la crisis financiera hasta 2009.

La información facilitada directamente por las empresas a través de una encuesta individualizada, basada en una muestra de sociedades no financieras

Gráfico 9 Carga por intereses y ratios de endeudamiento según el tamaño de la empresa

(porcentaje)

a) Carga por intereses**b) Ratios de endeudamiento**

Fuentes: Bureau van Dijk (base de datos AMADEUS) y cálculos del BCE.

Nota: La carga por intereses se define como la relación entre los pagos de intereses y el resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones más ingresos financieros.

de la Unión Europea (encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro)²⁰, da una idea de la evolución más reciente del endeudamiento de las empresas según su tamaño. Esta encuesta se llevó a cabo en cinco ocasiones entre el verano de 2009 y septiembre de 2011 y, por tanto, refleja la valoración de las empresas sobre la evolución a corto plazo de sus necesidades de financiación y su acceso a la misma ante la intensificación de la crisis financiera. En particular, las empresas señalaron que el importe de su deuda en comparación con el de sus activos había tendido a disminuir en la zona del euro desde el lanzamiento inicial de la encuesta (véase gráfico 10), lo que indica ciertos esfuerzos de despalancamiento, que parecen haber sido más enérgicos en el caso de las grandes empresas que en el de las pymes. A nivel de país, las sociedades españolas y, en menor medida, las italianas indicaron que sus ratios de endeudamiento todavía estaban aumentando durante 2010 y 2011. Resulta

interesante que esta trayectoria emule la evolución macroeconómica mostrada en el gráfico 5.

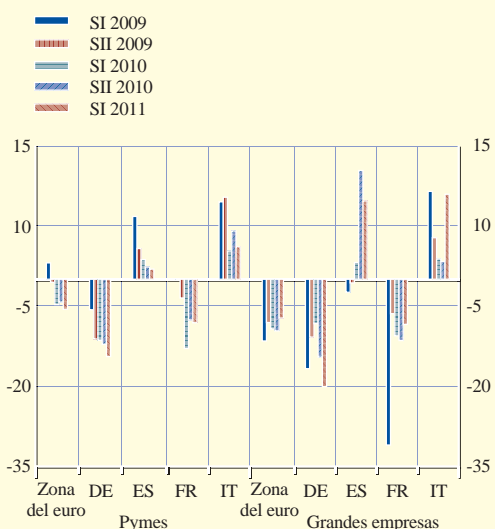
La encuesta también aporta información útil sobre el factor que más limitó el acceso de las pymes a la financiación entre 2009 y 2011. Aunque más de un tercio de las empresas indicaron que no se habían encontrado obstáculos para recibir financiación en la zona del euro, las dificultades de financiación existentes estaban relacionadas, principalmente, con la falta de activos de garantía o avales, y con los tipos de interés o los precios, que se estimaba que eran excesivamente elevados.

En cuanto a los sectores de actividad principal, el gráfico 11 muestra la evolución de la brecha de financiación de las grandes sociedades cotizadas a

20 Para obtener más información sobre la encuesta, así como los informes sobre cada edición, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

Gráfico 10 Ratio de deuda sobre activos totales

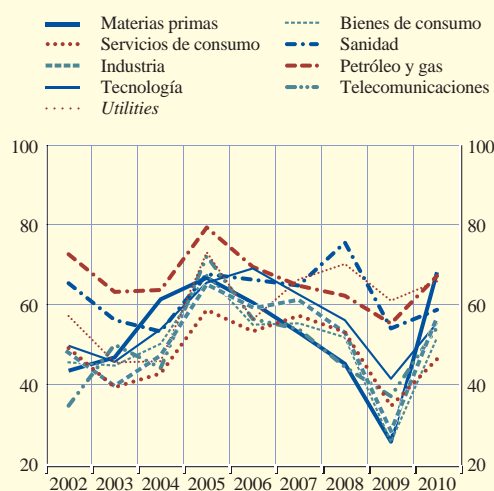
(en los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Nota: Los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un incremento y el de las que señalan un descenso.

Gráfico 11 Empresas con una brecha de financiación positiva en los distintos sectores

(porcentaje)



Fuentes: Thomson Datastream y cálculos del BCE.

Notas: El indicador muestra el porcentaje de empresas con una brecha de financiación positiva. La brecha de financiación se define como la diferencia entre la inversión en capital fijo y los recursos internos disponibles de las empresas, dividida por la inversión en capital fijo. La inversión en activos fijos no financieros se calcula como la primera diferencia en el inmovilizado material e inmaterial más amortizaciones. El flujo de caja neto se define como los flujos de caja (beneficio del período más amortizaciones) menos el aumento de los activos corrientes distintos del efectivo (existencias más cuentas pendientes de cobro), más el incremento del crédito comercial.

lo largo del tiempo. El indicador señala el porcentaje de empresas con una brecha de financiación positiva, es decir, el porcentaje de empresas que no pueden financiar su inversión internamente con sus flujos de caja y, por tanto, necesitan recurrir a fuentes de financiación externas. Dado que las sociedades cotizadas tienen acceso a diversas fuentes de financiación (mediante valores y préstamos) y pueden aprovechar mejor las oportunidades globales de crecimiento a través de los mercados internacionales, se asume que tienen menos impedimentos para acceder a la financiación externa. Por consiguiente, el recurso a la financiación externa por parte de las sociedades cotizadas que pertenecen a un sector determinado debería reflejar fielmente la necesidad de financiación externa de dicho sector²¹.

El indicador marca claramente la prociclicidad de la brecha de financiación, pero también muestra diferencias estructurales entre sectores. Las empresas de los sectores de petróleo y gas, sanidad y *utilities* (agua, gas y electricidad) hacen un uso más intensivo de la financiación externa, lo que podría obedecer a las tasas de inversión excepcionalmente elevadas de estos sectores. En cambio, las empresas que operan en los sectores de materias primas y bienes de consumo hacen un uso menos intensivo de la citada financiación, aunque ello es consecuencia, con toda probabilidad, no de los elevados beneficios, sino de la reducida inversión. La crisis económica y financiera ha tenido un impacto en las necesidades de financiación sectoriales, que por lo general es similar en los distintos sectores. En 2009, el porcentaje de empresas que necesitaban financiación externa registró su nivel más bajo desde comienzos del año 2000 en todos los sectores, salvo el de *utilities*.

5 SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Aunque las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras han disminuido ligeramente desde 2009 en el contexto de la crisis financiera, siguen siendo elevadas en términos históricos (véase el recuadro de la sección 2). Al mismo

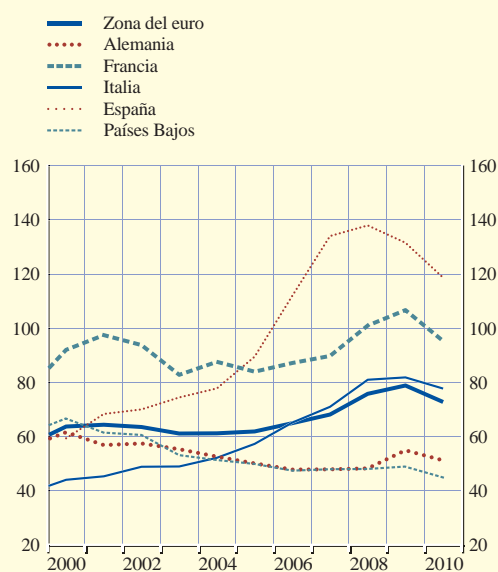
tiempo, los datos sobre el nivel de dichas ratios no son suficientes por sí solos para evaluar la sostenibilidad de la deuda: la fortaleza de una empresa en términos de generación de ingresos, el entorno de tipos de interés y la estructura de vencimientos de su deuda también ayudan a llevar a cabo la citada evaluación.

Un factor importante para evaluar la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras es su servicio de la deuda, que refleja la carga combinada de los pagos de intereses y sus obligaciones de amortización de principal. El gráfico 12 muestra el servicio de la deuda en relación con el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras de la zona del euro. El servicio de la deuda de estas sociedades ha tendido a disminuir

21 El enfoque es similar al propuesto por G. R. Rajan y L. Zingales, «Financial Dependence and Growth», *The American Economic Review*, vol. 88(3), pp. 559-586, para las sociedades cotizadas estadounidenses.

Gráfico 12 Servicio de la deuda de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuentes: BCE, Dealogic (vencimiento de valores distintos de acciones) y ENSR Survey 2002 (vencimiento de préstamos bancarios). Nota: El servicio de la deuda se define como la suma de los pagos de intereses brutos y las amortizaciones de principal estimadas [basadas en los saldos vivos de los préstamos a largo plazo (netos), los valores distintos de acciones a largo plazo y las reservas de fondos de pensiones y los vencimientos medios de la deuda], en porcentaje del excedente bruto de explotación.

desde el máximo registrado en 2009, como consecuencia de la reducción de los intereses brutos pagados por ellas entre el último trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2010, y del repunte del excedente bruto de explotación en 2010, mientras que la amortización de principal se mantuvo bastante estable. En cuanto a los cinco países principales de la zona del euro, el servicio de la deuda de las sociedades no financieras aumentó hasta 2008 en España y hasta 2009 en Francia e Italia, descendiendo ligeramente a partir de entonces. En consonancia con la evidencia presentada en el gráfico 13 sobre la carga por intereses, el servicio de la deuda se sitúa por encima de la media de la zona del euro en el caso de las sociedades no financieras francesas y españolas y, en cambio, se encuentra por debajo de dicha media en Alemania y Países Bajos, donde disminuyó ligeramente durante la mayor parte del período analizado.

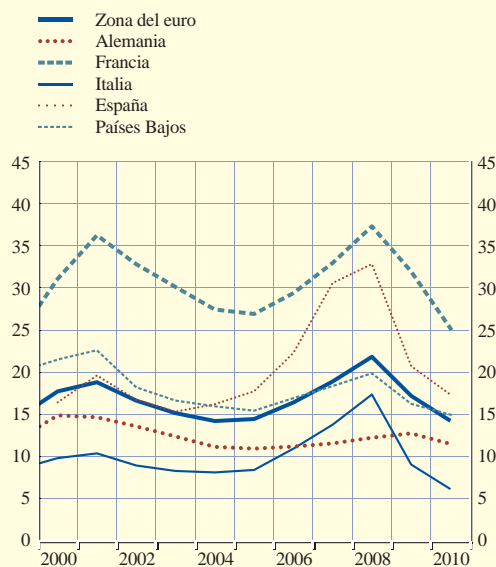
Si se consideran solo los pagos de intereses de las sociedades no financieras, el descenso de la carga por intereses (en porcentaje del excedente bruto de explotación) en 2009 y 2010 se ilustra claramente en el gráfico 13. En el caso de las sociedades no financieras de la zona del euro, esta ratio cayó desde un máximo del 22% en el último trimestre de 2008 hasta el 15% en el segundo trimestre de 2011. En los cinco países principales de la zona del euro, la carga por intereses disminuyó notablemente después de 2008, salvo en Alemania, donde se mantuvo prácticamente estable.

El perfil de vencimientos de la deuda de las empresas también ayuda a indicar la presencia de riesgos de tipo de interés y de liquidez y, por tanto, es importante para evaluar la sostenibilidad de la deuda. Por lo general, una menor proporción de deuda a corto plazo reduce la vulnerabilidad de las empresas, ya que las amortizaciones y la extensión de la deuda se producen con menos frecuencia.

Durante la crisis financiera, la estructura de vencimientos de la deuda de las sociedades no financieras cambió, en el sentido de que la proporción entre su deuda a corto plazo y su deuda a largo plazo disminuyó, desde el 42% en el segundo trimestre de 2008 hasta el 37% en el cuarto trimestre de

Gráfico 13 Carga por intereses de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(en porcentaje del excedente bruto de explotación)



Fuente: BCE.

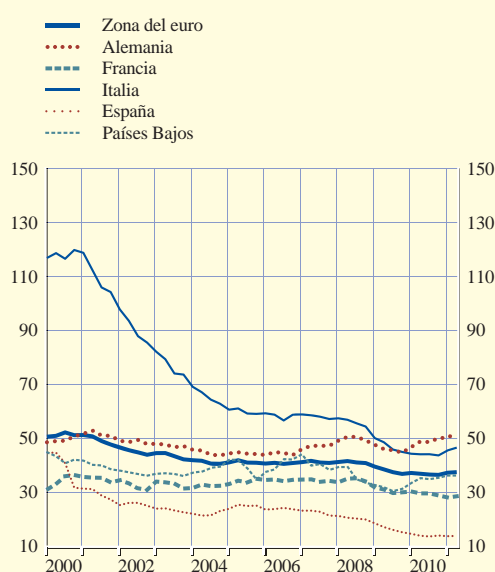
Nota: Relación entre los pagos de intereses brutos y el excedente bruto de explotación.

2010, permaneciendo posteriormente estable, en general, hasta el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 14). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro (salvo en Alemania). Las empresas de Alemania e Italia registraron la proporción más alta de deuda a corto plazo, mientras que en Francia y España esta proporción se situó por debajo de la media de la zona del euro.

En cuanto a los instrumentos de deuda negociable, el plazo medio de los valores de renta fija privada disminuyó entre 2010 y 2011 en la mayoría de los países de la zona del euro que figuran en el cuadro 1. Asimismo, la heterogeneidad entre los países de la zona era considerable. Por lo que respecta a los cinco países principales, el plazo medio de los valores de renta fija privada se redujo considerablemente entre 2010 y 2011 en Francia e Italia, mientras que aumentó particularmente en España y se mantuvo, por lo general, estable en Alemania y Países Bajos. Además, entre estos cinco países principales, el plazo medio de los citados valores era más corto en Alemania.

Gráfico 14 Relación entre la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo de las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: BCE.

Nota: Deuda incluye todos los préstamos, valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones.

Aunque en la literatura no existe evidencia clara de un nivel de deuda óptimo en la economía, los elevados niveles de deuda suponen una vulnerabilidad en sí mismos, ya que aumentan la fragilidad de las empresas ante cambios en el ciclo económico, la inflación y los tipos de interés. Además, cuando las ratios de endeudamiento se elevan por

encima de un determinado nivel, aumenta la probabilidad de crisis financieras, y también la gravedad de estas, a las que suelen seguir prolongados períodos de contracción de la deuda²². Sin embargo, algunas economías pueden sostener niveles de apalancamiento mucho más altos que otras, debido a sus características institucionales específicas, particularmente en relación con el sistema financiero, o debido a los diferenciales de productividad, que se convierten en un mayor crecimiento económico relativo. Por tanto, el nivel de apalancamiento no debe considerarse como un indicador exacto de la sostenibilidad, sino que debe evaluarse junto con otros factores. Sin embargo, los incrementos significativos o acelerados de la ratio de apalancamiento con respecto a su tendencia histórica o a los aumentos correspondientes en países comparables pueden indicar un auge crediticio no justificado atendiendo a las variables macroeconómicas fundamentales²³.

Según un análisis reciente del BPI sobre el impacto de la deuda en la actividad económica de una muestra de países de la OCDE, existen umbrales a

22 Véase G. Tang y C. Upper, «Debt reduction after crises», *Quarterly Review*, BPI, septiembre de 2010.

23 Por ejemplo, en la preparación del cuadro de mando para vigilar los desequilibrios macroeconómicos, la Comisión Europea ha considerado recientemente algunos umbrales en relación con las ratios deuda/PIB y flujo crediticio/PIB para el sector privado (sociedades no financieras y hogares) en su conjunto. El umbral relativo a la ratio deuda/PIB (160%) se calcula como el cuartil superior utilizando información correspondiente al período 1994-2007 en la UE 27.

Plazo medio de los valores de renta fija privada en una selección de países de la zona del euro

(en años)

	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Bélgica	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Alemania	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irlanda	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Grecia	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
España	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
Francia	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italia	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Luxemburgo	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Países Bajos	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Austria	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portugal	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finlandia	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Fuente: Dealogic.

partir de los cuales los incrementos de la deuda reducen el crecimiento tendencial²⁴. En el gráfico 15 se refleja la relación entre la ratio deuda/PIB de la zona del euro y el crecimiento del PIB per cápita en el período 1999-2011. La citada relación se calcula dividiendo este crecimiento en la distribución por deciles de la ratio agregada deuda/PIB de la zona del euro (que se define excluyendo la financiación interempresarial). El crecimiento medio del PIB per cápita aumenta del primer al cuarto decil, que corresponde a una ratio media de deuda/PIB del 73%. A medida que se incrementa la ratio de apalancamiento, disminuye la tasa de crecimiento del PIB y, en los últimos deciles, pasa a ser negativa. Haciendo una comparación con los últimos datos disponibles, la ratio agregada de deuda/PIB de la zona del euro se situó en el 79% en el segundo trimestre de 2011, mientras que la tasa de crecimiento interanual del PIB per cápita fue del 1,6%. El gráfico 15 muestra que, históricamente, en la zona del euro, los mayores niveles de deuda en relación con el PIB se han asociado con unas tasas más bajas (y negativas) de crecimiento del producto per cápita. Sin embargo, este sencillo análisis no puede ofre-

cer indicación alguna de la senda que seguirá el apalancamiento en el futuro y su probable impacto en el crecimiento del producto.

6 CONCLUSIÓN

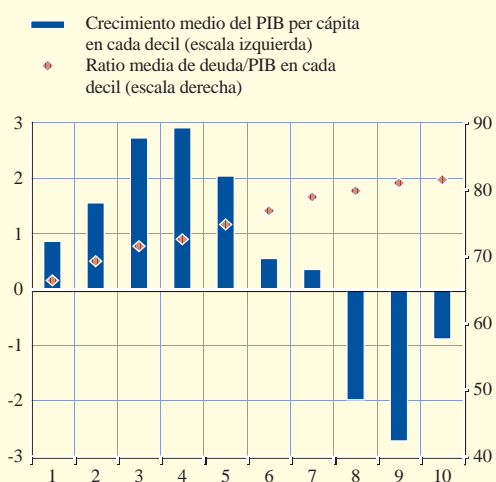
En conjunto, las sociedades no financieras de la zona del euro acumularon unos elevados niveles de deuda antes del comienzo de la crisis financiera a finales del verano de 2007. Aunque sus ratios de endeudamiento empezaron a disminuir progresivamente en el entorno de la crisis, se mantuvieron en niveles considerables hasta el segundo trimestre de 2011, como puede apreciarse mediante una comparación histórica con los datos de las empresas no financieras de Estados Unidos.

Las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras son heterogéneas entre los distintos sectores y países de la zona del euro, principalmente en lo que respecta a los niveles en los que se encontraban en el momento del estallido de la crisis financiera, pero también en relación con el ritmo de desapalancamiento desde mediados de 2009. Sin embargo, coincidiendo bastante con la evolución general de la zona del euro, las ratios de deuda sobre activos financieros de las sociedades no financieras empezaron a caer a partir de mediados de 2009 en la mayoría de los cinco países principales de la zona del euro, y su necesidad de financiación externa también disminuyó en los distintos sectores desde 2009.

En cuanto a la sostenibilidad de la deuda, las sociedades no financieras de la zona del euro han reducido algo su vulnerabilidad desde 2009, ya que su servicio de la deuda ha descendido. No obstante, su considerable nivel de deuda en términos históricos sigue siendo una fuente de vulnerabilidad importante para las perspectivas del sector empresarial, en particular en relación con los riesgos asociados a un aumento de los costes de financiación de la deuda.

Gráfico 15 Deuda y crecimiento del producto

(porcentaje y tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas de fondos de pensiones, mientras que el producto viene dado por el crecimiento del PIB per cápita. Los datos se refieren al período comprendido entre marzo de 1999 y junio de 2011.

24 S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *Working Paper Series*, n.º 352, BPI, 2011. En los estudios del BPI, el umbral estimado para el sector empresarial a partir del cual un aumento de la ratio deuda/PIB determinará una disminución del crecimiento del PIB se sitúa en torno al 90%. La serie de la deuda se define en bases no consolidadas.