

EVALUACIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

ARTÍCULOS

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Para que la economía funcione es fundamental que el sector privado no financiero de la zona del euro mantenga el acceso a la financiación externa. Con el fin de seguir de cerca los factores que influyen en este acceso es necesario evaluar las condiciones de financiación adecuadamente y, por tanto, contar con un marco que permita entender los canales a través de los cuales las perturbaciones financieras, especialmente las que se originan en los mercados de deuda soberana, se propagan del sistema financiero a la economía real. En este artículo se describe dicho marco y se utiliza para analizar cómo han evolucionado las condiciones de financiación de las empresas y los hogares de la zona del euro desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana.

Aunque las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE han protegido, en gran medida, al sector privado no financiero de la crisis de la deuda soberana y han evitado alteraciones mayores en la financiación de la economía, la financiación de las entidades de crédito y del sector privado no financiero de los países afectados por dicha crisis sigue siendo complicada, como pone de manifiesto, en particular, la persistente heterogeneidad entre países, así como el fuerte vínculo existente entre las tensiones en los mercados soberanos, las condiciones de financiación y del balance de las entidades de crédito, y la financiación de las sociedades no financieras y de los hogares en la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera, que comenzó en agosto de 2007, perjudicó a varios segmentos del sistema financiero mundial, afectando a las condiciones de financiación de los sectores financiero y no financiero. En el período transcurrido desde principios de 2010 se han reavivado las tensiones en el sistema financiero debido a la preocupación acerca de la financiación de algunos emisores soberanos de la zona del euro. Esta zona se ha visto especialmente afectada, y las condiciones de financiación en la misma han seguido siendo duras, en conjunto, durante este período, con una disparidad cada vez mayor entre los países que la integran.

Esta situación se ha generado a pesar de que los tipos de interés oficiales del BCE se encuentran en niveles muy bajos. El BCE ha implementado varias medidas no convencionales para afrontar el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria que afecta a varios segmentos del sistema financiero de la zona del euro. En general, estas medidas han proporcionado a los Gobiernos más tiempo para poner en marcha las medidas estructurales necesarias para atajar las causas fundamentales de la crisis.

Para evaluar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación del

sector privado de la zona del euro deben tenerse en cuenta varios aspectos relacionados entre sí. El primero y más importante es que las condiciones de financiación y del balance del sistema bancario merecen un examen detenido. Existen interdependencias significativas entre las entidades de crédito y los Gobiernos, tanto a través de las exposiciones en el balance como de las exposiciones por créditos contingentes. Estas interdependencias refuerzan mutuamente la propagación macroeconómica de las tensiones en el sistema bancario o en los mercados soberanos. En segundo lugar, dada la fragmentación de algunos segmentos del mercado y el obstáculo que supone para la integración del sector bancario europeo, es preciso analizar la persistente heterogeneidad entre países. En tercer lugar, para evaluar adecuadamente las condiciones de financiación es necesario distinguir entre los factores de oferta y de demanda en la intermediación crediticia. Por último, debe identificarse el impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto. Es posible que el efecto de algunas medidas que han impedido la materialización de riesgos de cola no sea inmediato ni directo.

En este artículo se analiza la evolución de la financiación de las entidades de crédito, de las sociedades no financieras y de los hogares, principalmente en la zona del euro, desde el comienzo de la crisis

de la deuda soberana en 2010. Aunque el foco se centra sobre todo en la financiación del sector privado no financiero de la zona del euro, se presta especial atención a la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de las entidades bancarias a la financiación del sector privado no financiero. Para ello se describe un marco en el que se consideran conjuntamente los distintos aspectos de las condiciones de financiación, como el volumen de la misma, los precios financieros, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y los criterios de aprobación del crédito.

El artículo consta de seis secciones. En la sección 2 se presenta un marco que ayuda a entender cómo se propagan las tensiones del sistema financiero al conjunto de la economía, y se analiza el papel fundamental que desempeñan las entidades de crédito en la financiación de la economía de la zona del euro. En la sección 3 se examina con detalle la evolución reciente del sector bancario en la zona y se muestra que el acceso de los bancos a la financiación se ha convertido en una preocupación fundamental por su capacidad para restringir la oferta de préstamos al sector privado no financiero y, en última instancia, para influir negativamente en la actividad económica. Sin embargo, en épocas de grandes tensiones y de problemas de financiación, las medidas convencionales y no convencionales adoptadas por el Eurosistema han permitido a las entidades de crédito de la zona del euro seguir proporcionando crédito a la economía. En la sección 4 se aborda la financiación externa de las sociedades no financieras, sus factores determinantes y su relación con la financiación de las entidades de crédito. En ella se destaca la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de los bancos a los precios y condiciones aplicados al crédito concedido a las empresas, y se ponen de manifiesto algunas asimetrías entre empresas, en especial entre las de grande y pequeño tamaño. Al mismo tiempo, se presentan las tímidas variaciones registradas en los préstamos durante el período, que muestran la predominante debilidad de la demanda. En la sección 5 se examina la financiación de los hogares, prestando especial atención a los préstamos para adquisición de vivienda, que constituyen la mayor parte del crédito a hogares.

En la sección 6 se concluye con un análisis en el que se evalúa la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas hasta ahora para aliviar las tensiones y se repasan los retos que siguen existiendo.

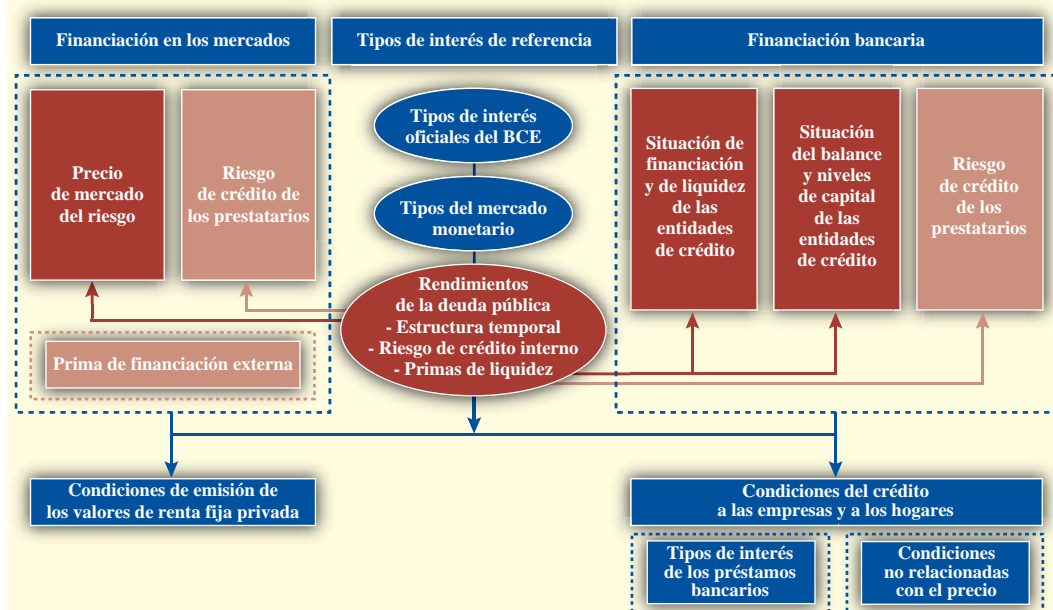
2 MARCO PARA EL ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN EN LA ZONA DEL EURO Y EL IMPACTO DE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

En esta sección se ofrece una visión general de los componentes y los vínculos que configuran las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro y su interrelación con la crisis de la deuda soberana. Primero se distinguen los diversos componentes que influyen en las condiciones de financiación bancaria y en los mercados. A continuación se describen los efectos de dicha crisis en los citados componentes y se detallan los diferentes canales de propagación de las tensiones de la deuda soberana a las condiciones de financiación del sector privado.

Estas condiciones dependen de forma fundamental de la evolución de los tipos de interés de referencia, que comprenden, básicamente, los tipos de interés oficiales del BCE, los tipos del mercado monetario y los rendimientos de la deuda pública, incluyendo estos últimos la estructura temporal de tipos sin riesgo, el riesgo de crédito soberano y las primas de liquidez (véase gráfico 1). Estos tipos de interés son los principales factores determinantes de las condiciones de financiación directa en los mercados financieros, tanto de las sociedades no financieras como de las instituciones financieras y, por consiguiente, de la financiación de las entidades de crédito en los mercados mayoristas y mediante depósitos. En la zona del euro, la financiación bancaria es la principal fuente de financiación externa del sector privado no financiero. Por ello, los factores que afectan a la intermediación crediticia a través de los bancos también ejercen una influencia especialmente significativa en las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares.

Más concretamente, los efectos de la crisis de la deuda soberana sobre la situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito, así como

Gráfico 1 Esquema de la intermediación crediticia y de las condiciones de financiación de la deuda del sector privado no financiero, y su interacción con la evolución de la deuda soberana



Notas: Las zonas sombreadas en tonos rojizos señalan las partes del proceso de intermediación crediticia afectadas por la evolución de los mercados de deuda soberana; las de tono más oscuro indican que los efectos son más acusados.

sobre las estructuras de sus balances y sus niveles de capital, han repercutido en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos, en las condiciones no relacionadas con el precio y en los volúmenes de crédito otorgados al sector privado no financiero. Además, en el caso de la financiación en los mercados, la crisis de la deuda soberana ha afectado a la prima de financiación externa de los prestatarios a través de su impacto en el riesgo de crédito y de su impacto general en el precio de mercado del riesgo.

En términos generales, existen tres canales de propagación de la crisis de la deuda soberana, a través de los cuales las tensiones y las perturbaciones en los mercados de deuda pública pueden afectar a las condiciones de financiación del sector privado y tener un impacto en el mecanismo de transmisión de la política monetaria: el canal de precios, el canal del balance y el canal de liquidez¹.

Los efectos más directos se producen a través del canal de precios, ya que un aumento considerable de los rendimientos de la deuda pública —y más

concretamente del riesgo de crédito soberano— puede traducirse directamente en mayores costes de financiación para el sector privado, tanto a través de los mercados de capitales como de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios. De manera más destacada y directa, los rendimientos de la deuda pública afectan a las condiciones de financiación, ya que estos suelen actuar como tipos de interés de referencia, sobre todo porque reflejan la estructura temporal de los tipos sin riesgo, pero también, en cierto modo, porque contienen el riesgo de crédito soberano interno y la prima de liquidez (véase parte central del gráfico 1). En el caso de los mercados de capitales, es de esperar que la correlación entre los rendimientos de la deuda pública y los rendimientos de los bonos emitidos por instituciones financieras sea más elevada que en el caso de los rendimientos de los bonos emitidos por sociedades no financieras, pues la relación entre el riesgo de crédito de las entidades

1 En parte, esta clasificación difiere de las clasificaciones convencionales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que suelen asumir un funcionamiento perfecto de los mercados de deuda pública.

bancarias y de los emisores soberanos es más estrecha y directa —especialmente en períodos de graves tensiones en los mercados financieros— que la relación con el riesgo de crédito del sector no financiero. Al variar los costes de financiación de las entidades de crédito debido a los cambios en los diferenciales de los bonos bancarios, este incremento de los rendimientos de la deuda pública tiene un fuerte impacto en las condiciones de financiación de las entidades de crédito (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito» del gráfico 1), que puede ser transmitido a los tipos de interés de los préstamos bancarios².

En cuanto al canal del balance, los cambios en las valoraciones de la deuda pública pueden acarrear cambios directos en el tamaño del balance, tanto para las entidades de crédito como para sus clientes, que pueden verse acrecentados, además, por las respuestas de las autoridades reguladoras a la exposición de las entidades de crédito a la deuda soberana, lo que pone en peligro la estabilidad del sistema bancario. En el caso de los bancos, si el valor de mercado de sus tenencias de deuda soberana cae por debajo de su valor contable, esto puede significar una erosión de su base de capital tanto directamente, por los efectos de valoración en las propias carteras de deuda pública de las entidades de crédito, como indirectamente, por el deterioro de la solvencia de sus prestatarios (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación del balance y niveles de capital de las entidades de crédito» del gráfico 1). El mayor apalancamiento resultante afecta negativamente a las condiciones de financiación de las entidades de crédito en los mercados y puede obligarlas a reducir sus balances, con efectos adversos sobre su capacidad para conceder préstamos al sector privado. Es posible que este efecto de valoración se vea ampliado por los efectos que se transmiten a través del canal de precios, dado que las variaciones en los rendimientos de la deuda pública afectan, en cierta medida, a los precios de otros valores privados. Además, la base de depósitos de las entidades de crédito puede deteriorarse si los hogares y las sociedades no financie-

ras retiran sus fondos en respuesta a la menor solidez financiera de los bancos. Asimismo, estos cambios de valoración afectan a las carteras de deuda pública y de otros valores del sector privado no financiero, lo que tiene un impacto negativo en el riesgo de crédito de los hogares y de las empresas (representado por las flechas dirigidas hacia las casillas «Riesgo de crédito de los prestatarios» de los paneles de financiación bancaria y financiación en los mercados del gráfico 1). Esto supone una prima de financiación externa más elevada para el sector privado no financiero y un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación aplicadas por las entidades de crédito y los mercados financieros.

Por último, las variaciones en los rendimientos de la deuda pública afectan indirectamente a las condiciones de financiación de las entidades de crédito a través del canal de liquidez. Al haber aumentado el recurso de los bancos de la zona del euro a la financiación mayorista, su exposición a los cambios en las condiciones aplicadas a la financiación en los mercados también es mayor. Dada su elevada liquidez en épocas normales, la deuda pública es un importante activo de garantía en los mercados de repos europeos y puede servir de referencia para determinar el recorte de otros activos utilizados en dichas operaciones. Así pues, las perturbaciones en el mercado de deuda pública pueden propagarse a otros segmentos del mercado, deteriorando el acceso de las entidades de crédito a la liquidez (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito» del gráfico 1). La rebaja de las calificaciones de la deuda soberana incluida en un conjunto de activos de garantía puede hacer que se revise la admisibilidad de dicho conjunto como garantía, generando un ajuste de los márgenes y una reducción del volumen de crédito respaldado por activos de garantía al que se puede acceder. Esto, a su vez, podría repercutir en la capacidad de las

2 Además, el aumento de los rendimientos de la deuda pública puede afectar directamente a los tipos de interés de los préstamos bancarios a través de los acuerdos de tipo de interés variable de los préstamos o hipotecas. Sin embargo, estos acuerdos suelen estar vinculados o indicados a los tipos del mercado monetario.

entidades de crédito para utilizar la deuda pública como garantía en las operaciones de préstamos interbancarios con garantías y para emitir sus propios valores de renta fija, lo que generaría, en última instancia, un aumento de sus costes de financiación. En el recuadro se presentan brevemente los índices de condiciones financieras de la zona del euro.

Recuadro I

ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS PARA LA ZONA DEL EURO

Algunos organismos internacionales y grandes instituciones financieras han desarrollado índices de condiciones financieras (ICF)¹. Aislar las condiciones financieras de las condiciones monetarias es especialmente útil dada la coyuntura actual, caracterizada por unos tipos de interés oficiales bajos, pero por significativas tensiones en el sistema financiero. En este recuadro se analiza brevemente la metodología utilizada para construir dichos índices y se examinan algunos de los resultados obtenidos para la zona del euro en su conjunto.

Como se indica en el artículo, las condiciones financieras son multifacéticas y, por tanto, cuentan con un amplio conjunto de indicadores. Para evaluar el impacto de las condiciones financieras en la actividad económica puede ser útil sintetizar dichos indicadores en una única medida del entorno financiero general. En muchos casos esto podrá suponer una simplificación extrema, ya que las variaciones de los ICF pueden deberse a múltiples factores, como las condiciones de oferta en algunas partes del sistema financiero, la aversión al riesgo o el clima de los mercados.

El estudio de las condiciones financieras estuvo precedido por un extenso análisis del impacto de las condiciones monetarias en la economía. El origen del desarrollo de índices de condiciones monetarias (ICM) fue la idea de que los tipos de interés fijados por los bancos centrales pueden ofrecer una imagen incompleta de los impulsos transmitidos por la política monetaria a la actividad económica. Posteriormente, algunos autores extendieron el concepto de los ICM a otros precios de activos relevantes para el análisis de la actividad económica (como los tipos de interés a largo plazo, el precio de las acciones y el precio de la vivienda, entre otros), así como a variables que proporcionan señales en relación con las distintas dimensiones de las condiciones de financiación en la economía considerada. A los indicadores resultantes se les denominó ICF. Se ha llevado a cabo una amplia labor para analizar las condiciones financieras en Estados Unidos y, en menor medida, en la zona del euro.

Así pues, la finalidad de los ICF es proporcionar una medida más amplia de las condiciones financieras que la facilitada por los ICM, que generalmente se centran en el tipo de interés a corto plazo y en el tipo de cambio. Al igual que los ICM, los ICF se calculan como la suma ponderada de las desviaciones de determinadas variables con respecto a sus tendencias a largo plazo:

$$FCI_t = \sum_{i=1}^p a_i (x_{i,t} - \bar{x}_i) \quad (1)$$

siendo x_i un conjunto de variables que caracterizan al sistema financiero, como el tipo de interés a corto plazo, el rendimiento de la deuda pública a diez años, el tipo de cambio efectivo real, el precio

1 Véanse, por ejemplo, los índices del FMI, de la OCDE (utilizados regularmente en «Perspectivas Económicas») y de Goldman Sachs (usados sistemáticamente en «The Global FX Monthly Analyst»).

de las acciones y las condiciones crediticias². Para cada variable se incorpora en el ICF la desviación con respecto a la media con una ponderación a_i . Por construcción, la suma de las ponderaciones es igual a uno. También por construcción, el ICF carece de sentido en términos absolutos, ya que el índice se normaliza en algún período. Los ICF difieren en varios aspectos. Las tres diferencias más importantes radican en la metodología utilizada para calcular las ponderaciones asignadas a las variables, en el control de la endogeneidad de las variables financieras, y en si el tipo de interés oficial está incluido entre los indicadores financieros.

Las ponderaciones pueden calcularse utilizando distintos modelos y técnicas de estimación. Por ejemplo, pueden estimarse de forma que una variación determinada del índice sea indicativa de un impacto en el PIB total durante un cierto horizonte. En este caso, las ponderaciones se generan a partir de simulaciones utilizando modelos macroeconómicos de gran escala o modelos econométricos (como los de vectores autorregresivos o las ecuaciones de demanda en forma reducida). Dado que el análisis exige una estimación econométrica del impacto de las condiciones financieras en los resultados macroeconómicos, el número de variables debe mantenerse bajo cuando se emplea este enfoque³.

Una limitación de dicho enfoque es que, aunque no tiene en cuenta la perturbación que determina la variación, el origen de la perturbación sí influye. Por ejemplo, una disminución de las cotizaciones puede reflejar una mayor debilidad de las perspectivas de demanda o un endurecimiento inesperado de la política monetaria —ninguno de estos factores debería afectar al ICF— o una mayor aversión al riesgo o un acceso más difícil a la financiación externa —ambos factores deberían reflejarse en un endurecimiento del ICF—. Los trabajos de investigación recientes proponen ICF más complejos, utilizando técnicas econométricas que permiten una descomposición más estructural de cada variable incluida en el índice, con el fin de interpretar el origen de una variación conservando la capacidad para tener en cuenta un gran número de señales.

Para ilustrar estos trabajos^{4,5} se utiliza un panel de 36 series, algunas de las cuales se refieren a la economía real: producción manufacturera, inflación medida por el IAPC y precios del petróleo. La mayoría de las series se refieren a las condiciones en el sector bancario, en el mercado bursátil o en el mercado de deuda: tipos de interés de los préstamos bancarios, rendimientos de la deuda pública, ratios de liquidez bancaria y ratios de capital, préstamos bancarios y emisiones de valores de renta fija. Aunque este panel de series muestra solo una visión parcial del sector financiero, permite tener en cuenta la evolución en la zona del euro desde principios de la década de los noventa.

Por su naturaleza, cada indicador se ve afectado por perturbaciones específicas, pero también por perturbaciones comunes, como perturbaciones de demanda, nominales, de política monetaria y variaciones en las condiciones de financiación. Ninguna de ellas es observable, pero el impacto de las perturbaciones de demanda, de precios y de política monetaria puede aislarse proyectando cada serie del conjunto de datos en series que a menudo se utilizan como aproximación en la literatura:

2 Véase S. Guichard, D. Haugh y D. Turner (2009), «Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States», OECD Economics Department Working Papers, n.º 677; o T. Matheson (2011), «Financial Conditions Indexes for the United States and Euro Area», IMF Working Paper n.º 11/93.

3 Véase un ejemplo ilustrativo basado en la economía estadounidense en A. Swiston (2008), «A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due», IMF Working Paper n.º 164.

4 El trabajo se basa en un análisis interno del BCE utilizado para la preparación de los debates sobre política monetaria.

5 Para un análisis más técnico de un indicador similar, véase, por ejemplo, J. Hatzius, P. Hooper, F. Mishkin, K. L. Schoenholtz y M. Watson (2010), «Financial Conditions Indexes: A Fresh Look After the Financial Crisis», NBER Working Paper n.º 16150.

producción manufacturera, inflación medida por el IAPC y euríbor a tres meses. Esta es la primera etapa de estimación. Tras haber aislado de cada serie las variaciones derivadas de la evolución de la demanda, de la inflación y de la política monetaria, se supone que el componente restante refleja las condiciones financieras y el componente idiosincrásico.

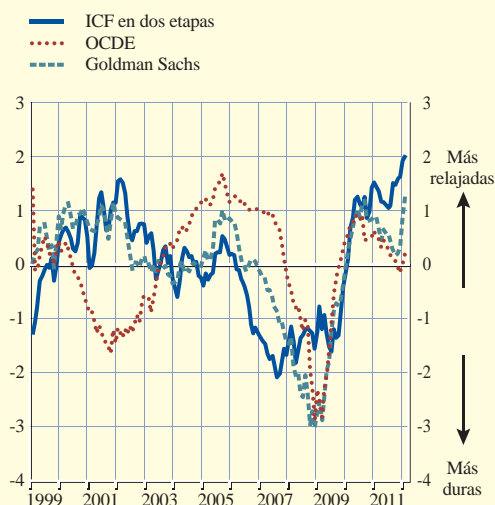
En la segunda etapa de estimación se utilizan técnicas convencionales de modelos factoriales para aislar el componente común. En este recuadro se emplea la técnica convencional de Stock y Watson para aislar, para cada variable, los efectos de las perturbaciones no financieras e idiosincrásicas de las condiciones financieras generales⁶. El ICF resultante —denominado ICF en dos etapas— es el componente común de todas las series del que se ha eliminado el impacto de los factores de demanda, nominales y de política monetaria.

A largo plazo, el ICF en dos etapas se mueve bastante en paralelo con los indicadores de la OCDE y de Goldman Sachs (véase gráfico A). Las estimaciones son capaces de reflejar tanto los acontecimientos mundiales como los específicos de la zona del euro. Entre 2005 y 2007 los tres indicadores apuntan a unas condiciones de financiación más relajadas en la zona del euro en comparación con la media histórica. En el transcurso de 2008 los indicadores varían para señalar un endurecimiento de dichas condiciones, que se deterioraron significativamente durante la crisis financiera en 2008-2009, tras el colapso de Bear Stearns a principios de 2008 y, sobre todo, después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Los índices registran un mínimo histórico a finales de 2008, antes de que las condiciones de financiación comenzaran a relajarse.

6 Para una presentación de las técnicas convencionales de modelos factoriales, véase J. H. Stock y M. Watson (2002), «Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes», *Journal of Business & Economic Statistics*, 20, pp. 147-162.

Gráfico A Índices de condiciones financieras estimados para la zona del euro

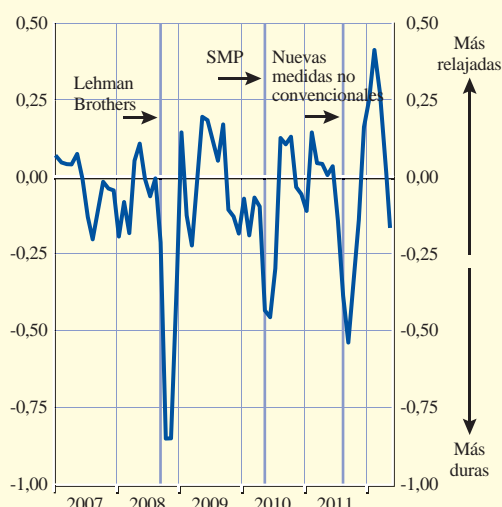
(medias móviles de doce meses)



Fuentes: Cálculos del BCE, OCDE y Goldman Sachs.
Notas: Un aumento del indicador señala una relajación de las condiciones de financiación. La última observación corresponde a mayo de 2012.

Gráfico B El índice de condiciones financieras en dos etapas desde el inicio de la crisis financiera

(media móvil de tres meses)



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: Un aumento del indicador señala una relajación de las condiciones de financiación. La última observación corresponde a mayo de 2012. SMP son las siglas en inglés correspondientes al programa para los mercados de valores.

Aunque los tres indicadores se mueven muy en paralelo a largo plazo, el ICF en dos etapas parece registrar variaciones mucho más acusadas desde principios de 2009. Lo mismo ocurre, por ejemplo, en 2010 y 2011, períodos en los que los otros dos índices apenas experimentaron cambios. Esto refleja, posiblemente, el hecho de que el ICF en dos etapas recoge mejor, por construcción, el importante papel que desempeñan los factores financieros en este período. A diferencia de los otros dos indicadores, este índice comprende una amplia gama de series financieras.

En particular, si se analiza el período más reciente, el ICF en dos etapas indica que las condiciones de financiación comenzaron a endurecerse a principios de 2010 en un entorno de preocupación acerca de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro, pero el anuncio del programa para los mercados de valores por parte del BCE en mayo de 2010 frenó este deterioro. Debido a nuevos problemas de índole presupuestaria, las condiciones de financiación volvieron a endurecerse entre mediados de 2011 y octubre del mismo año. El anuncio de nuevas medidas no convencionales por parte del BCE en el último trimestre de 2011 se ha traducido en una clara mejora de las condiciones de los mercados financieros (véase gráfico B). Estos resultados respaldan la valoración de que las medidas no convencionales han logrado aliviar las tensiones en estos mercados de la zona del euro, aunque parece que el entorno financiero ha vuelto a endurecerse recientemente tras la intensificación de las turbulencias en los mercados de deuda soberana de la zona.

3 FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

Dado que las entidades de crédito son instituciones altamente apalancadas, el impacto de las variaciones en sus condiciones de financiación, ya sea en términos de precios o de cantidades, queda amplificado en el activo del balance. Por consiguiente, resulta extremadamente importante seguir de cerca el acceso a la financiación de las entidades de crédito con el fin de evaluar su capacidad para proporcionar crédito a la economía real. Esta sección se centra en los mercados de deuda y ofrece un análisis de los volúmenes y los costes de financiación de estas entidades desde principios de 2010, a la luz del marco descrito anteriormente.

RIESGO PERCIBIDO Y COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

Desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana la eficacia del canal del crédito bancario en la transmisión del impulso de la política monetaria a la economía se ha visto cada vez más deteriorada, especialmente en una serie de países de la zona del euro. La aversión de los inversores al riesgo creció tras el aumento de la preocupación en torno a algunos emisores soberanos a mediados de 2010 y, posteriormente, en la segunda mitad de 2011. Además,

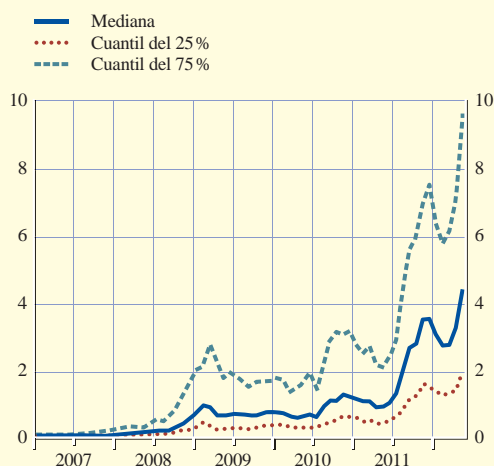
la valoración de la cartera de deuda soberana de las entidades de crédito de la zona del euro ha disminuido. Estos factores se han visto reflejados en las condiciones de financiación de estas entidades, tanto en forma de pérdidas por valoración como de aumento de los riesgos percibidos en relación con los activos bancarios.

Desde el comienzo de la crisis financiera, la tasa de morosidad esperada de las entidades de crédito de la zona del euro aumentó, sobre todo a mediados de 2010 y de 2011, coincidiendo con la agudización de la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 2). Aunque esta evolución se explica en parte por la percepción de un deterioro de las perspectivas de la actividad económica, es probable que la reducción de la valoración de los activos bancarios, parcialmente asociada a la preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda de varios emisores soberanos de la zona del euro, haya desempeñado un papel importante. Como consecuencia de esta percepción de mayor riesgo, a las entidades de una serie de países de la zona les ha resultado cada vez más difícil financiar sus actividades, adquirir valores y proporcionar préstamos a la economía.

Por lo que respecta al precio, los costes de la financiación privada de las entidades de crédito de la

Gráfico 2 Tasa de morosidad esperada de las entidades de crédito cotizadas de la zona del euro

(probabilidad de impago en los próximos doce meses; porcentajes)

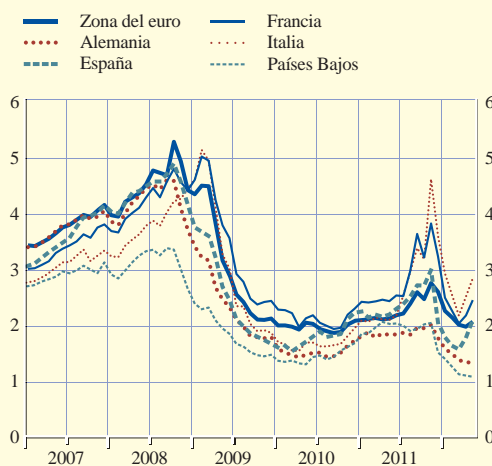


Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en una muestra de las entidades de crédito cotizadas de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

Gráfico 3 Coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante valores de renta fija sin garantías

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen la media ponderada de los tipos de los depósitos de las nuevas operaciones y el coste de financiación mediante valores de renta fija. El valor atípico (2008-2009) se suaviza. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

zona del euro, que incluye la financiación mediante depósitos y emisiones de valores de renta fija, pero excluye la financiación del Eurosistema, se incrementaron de forma constante desde principios de 2010 hasta finales de 2011 (véase gráfico 3)³. El aumento de la aversión al riesgo y la disminución de la confianza en los activos bancarios como consecuencia de la crisis de la deuda soberana dificultaron la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales efectuados en noviembre y en diciembre de 2011 a los costes de financiación de las entidades de crédito, especialmente en algunos países de la zona del euro, en los que los inversores exigían mayores primas de riesgo por la deuda bancaria. En estos países, los costes de financiación mayorista de las entidades de crédito de la zona no han respondido plenamente a las medidas de estímulo monetario. Sin embargo, estas entidades también financian sus actividades mediante depósitos, cuya remuneración se ha reducido ligeramente a lo largo del período en el conjunto de la zona, aunque con situaciones muy diversas en unos países y otros. A finales de 2011, el descenso del coste agregado de la financiación privada reflejó, sobre todo, una reducción del coste de financiación mediante valores de renta fija debido a la mejora de la con-

fianza de los mercados, que estuvo impulsada, en parte, por las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

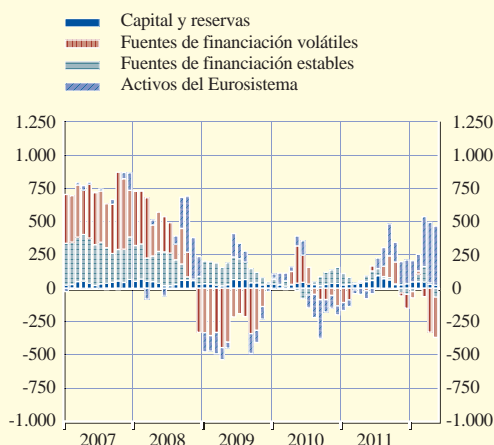
Por lo que respecta a la financiación, desde principios de 2010, a las entidades de crédito de algunos países de la zona del euro les ha resultado cada vez más difícil obtener financiación para sus actividades en los mercados (véase gráfico 4). De hecho, las emisiones de deuda de las IFM, tanto a corto como a largo plazo, se han mantenido en niveles reducidos durante el período. Así, la deuda a corto plazo de las IFM, un componente importante de las fuentes de financiación volátiles, descendió considerablemente entre 2010 y el segundo semestre de 2011. Varios factores contribuyeron a la escasa actividad emisora, que se debió, en parte, al vencimiento de los bonos con aval público, que no se renovaron, y también a los ajustes en las exigencias

3 En el gráfico no se muestra la financiación del Eurosistema. Dado que las entidades de crédito pagan un tipo de interés más reducido por el crédito proporcionado por el Eurosistema, el mayor recurso a la financiación del Eurosistema ha compensado, en parte, el aumento del coste de la financiación privada.

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Gráfico 4 Principales pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros, datos desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario)



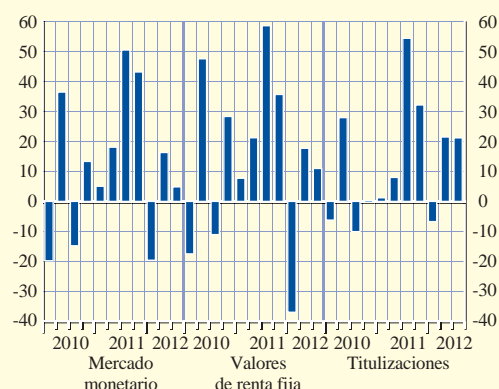
Fuentes: Estadísticas de balance y cálculos del BCE.
Notas: La información que se presenta comprende a las IFM excluido el Eurosistema. Las fuentes de financiación estables incluyen depósitos del sector no financiero, excluida la Administración Central, depósitos a largo plazo de los intermediarios financieros no monetarios, depósitos de entidades no bancarias no residentes, y valores distintos de acciones a más de un año de las IFM. Las fuentes de financiación volátiles incluyen depósitos de las IFM excluido el Eurosistema, depósitos a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, depósitos de las Administraciones Centrales, depósitos de entidades de crédito no residentes, y valores distintos de acciones hasta un año de las IFM. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

de liquidez, así como a los cambios en la estructura de financiación de los bancos, propiciados por su deseo de depender en menor medida de la deuda a corto plazo. Además, el nivel de confianza y la aversión al riesgo de los participantes en los mercados de deuda también influyeron. En este contexto, algunas IFM tienen una elevada proporción de valores distintos de acciones a corto plazo en relación con sus emisiones totales, los cuales necesitan renovarse con frecuencia y, por tanto, suponen un mayor riesgo de liquidez. Esta característica estructural, es decir, el patrón de financiación de las entidades de crédito, puede explicar por qué, en algunas ocasiones, los costes de financiación bancaria reaccionaron en distinta medida a perturbaciones equivalentes.

La información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro que lleva a cabo el Eurosistema con carácter trimestral sugiere que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados se deterioró en 2011 en

Gráfico 5 Condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro

(porcentaje neto de entidades que indicaron un deterioro del acceso a los mercados)



Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.
Notas: Los datos del segundo trimestre se basan en las expectativas de los encuestados. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han deteriorado considerablemente» y «se han deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han mejorado en cierta medida» y «han mejorado considerablemente».

todos sus componentes principales, es decir, el mercado monetario, los valores de renta fija y las titulizaciones (véase gráfico 5). Más concretamente, la crisis de la deuda soberana resultó ser un factor importante que afectó de forma negativa a las condiciones de financiación de las entidades de crédito a finales de 2011⁴.

Aunque es evidente que la crisis de la deuda soberana ha afectado a las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, resulta muy difícil evaluar el impacto en la economía real de las variaciones en dichas condiciones. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que los problemas de financiación del sector bancario de la zona del euro se pro-

4 En la encuesta sobre préstamos bancarios se preguntó a los encuestados acerca del impacto de la deuda soberana en la financiación bancaria. En el último trimestre de 2011, alrededor del 30 % de las entidades de la zona del euro, en términos netos, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, en particular debido a i) su impacto en los valores de los activos de garantía; ii) el impacto en sus balances derivado de sus tenencias de bonos soberanos; y iii) otro efectos, como la posición financiera más débil de las Administraciones Públicas o los efectos de contagio a otros activos, incluida la cartera crediticia. En el segundo trimestre de 2012, en promedio, el 22 % de las entidades participantes, en términos netos, imputó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana (frente a solo el 4 % en el primer trimestre de 2012).

pagaron a la gestión de los activos de las entidades de crédito y, por ende, a la economía real. De hecho, los criterios de aprobación de préstamos a las sociedades no financieras se endurecieron a lo largo de 2011, especialmente en algunos países de la zona del euro.

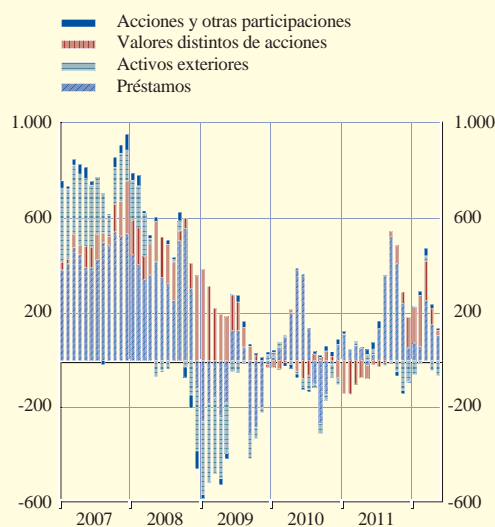
PRESIONES PARA EL DESAPALANCAMIENTO

Durante la crisis de la deuda soberana, las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se deterioraron. Además, las pérdidas por valoración derivadas de los cambios en el valor de sus carteras de deuda soberana redujeron, en algunos casos, el capital de los bancos, lo que obligó al desapalancamiento con el fin de restablecer tanto la solvencia de las entidades de crédito (mediante reducciones de sus activos ponderados por riesgo para contrarrestar la disminución de su ratio de capital regulatorio) como la liquidez bancaria (reduciendo la cantidad de los activos objeto de financiación).

Desde principios de 2010 el nivel de las carteras de activos de las IFM de la zona del euro prácticamente no ha variado; no obstante, se han producido cambios importantes en su composición (véase gráfico 6). En la segunda mitad de 2011, las IFM redujeron sus tenencias de activos exteriores, principalmente recortando sus posiciones acreedoras frente a entidades de crédito no residentes. De hecho, el desapalancamiento se llevó a cabo, sobre todo, rebajando la exposición internacional de las entidades de la zona del euro. Este descenso fue compensado, en gran medida, por un aumento del crédito de las IFM a instituciones distintas de IFM. En el mismo período, los préstamos al sector privado no cayeron en el conjunto de la zona, lo que, no obstante, oculta una evolución dispar entre países. Dos razones explican la resistencia relativa de los préstamos. En primer lugar, el crédito es el elemento principal de la actividad de las IFM de la zona del euro y, en segundo, los préstamos son activos bastante ilíquidos, especialmente con la paralización de los mercados de titulización y sindicados. A finales de 2011, las entidades de crédito acumulaban valores distintos de acciones, emitidos fundamentalmente por el sector de Administraciones Públicas y el sector de otros inter-

Gráfico 6 Operaciones de las IFM desglosadas por principales categorías de activos

(mm de euros; sumas móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuentes: Estadísticas de balance y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2012. Los datos incluyen al sector de las IFM excluido el Eurosistema.

mediarios financieros y, en menor medida, por las entidades de crédito (en parte, estos valores contaban con aval público). Este hecho coincidió con una redistribución significativa de las carteras, según la cual, en general, las entidades de crédito de la zona del euro adquirieron masivamente valores de renta fija emitidos por sus respectivos Gobiernos y vendieron valores emitidos por los Gobiernos de otros Estados miembros de la UE.

MEDIDAS NO CONVENCIONALES Y FLUJO DEL CRÉDITO A LA ECONOMÍA

Desde el principio de la crisis de la deuda soberana, las presiones sobre la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han sido acusadas, pero no se han traducido en un desapalancamiento importante de los bancos, ya que sus carteras de activos totales se han mantenido estables. Las medidas no convencionales implementadas por el Eurosistema han aliviado parte de las tensiones de financiación de las entidades de crédito de la zona (véase recuadro). El programa del BCE para los mercados de valores (SMP) ha dado lugar a una transferencia parcial al Eurosistema del riesgo derivado de la tenencia de deuda de algunos emisores

soberanos, lo cual ha suavizado la caída del precio de los bonos y, por tanto, ha limitado el efecto de valoración adverso para las entidades de crédito titulares de dichos bonos. Las dos OFPML a tres años, llevadas a cabo por el Eurosistema en diciembre de 2011 y en febrero de 2012, han mitigado considerablemente los riesgos de refinanciación asociados a la deuda bancaria. Las medidas no convencionales también incluyen la ampliación de los activos de garantía del Eurosistema. Los cambios en los activos admitidos como garantía han aliviado algunas preocupaciones acerca de la refinanciación de activos relativamente ilíquidos.

Por el momento, en la mayoría de las economías de la zona del euro las entidades de crédito han seguido proporcionando crédito a la economía en un contexto de debilidad de la demanda, y las presiones para el desapalancamiento han originado una reducción de la exposición internacional del sector bancario de la zona del euro. Sin embargo, en algunos países, especialmente aquellos acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, el acceso a la financiación bancaria se ha visto obstaculizado por restricciones en la oferta de crédito. Los riesgos para la economía real continúan siendo acusados, ya que el entorno para el sector bancario de la zona del euro sigue siendo difícil. De hecho, recientemente, la intensificación de la incertidumbre relativa a las reacciones políticas y la publicación de datos peores de lo esperado se vieron acompañadas de un empeoramiento de las condiciones de financiación del sector bancario, sobre todo en algunos países.

4 LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Desde 2010, el impacto de la crisis de la deuda soberana sobre las sociedades no financieras de la zona del euro y su intensificación en el segundo semestre de 2011 han tenido su reflejo, principalmente, en un aumento de la heterogeneidad del entorno de financiación en los distintos países de la zona. Esta heterogeneidad es consecuencia, en gran medida, de los diferentes efectos de la crisis en los rendimientos de la deuda soberana en la

zona del euro lo que, a su vez, supone que se propaguen efectos sustancialmente distintos a través de los diferentes canales comentados en la sección 2. Sin embargo, las empresas más grandes de la zona respondieron con una flexibilidad creciente ante los cambios en la disponibilidad de préstamos bancarios, recurriendo a los mercados financieros y utilizando el crédito comercial para cubrir posibles brechas de financiación. En esta sección se presentan con más detalle la evolución del entorno de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro y los efectos de las tensiones derivadas de los mercados de deuda soberana.

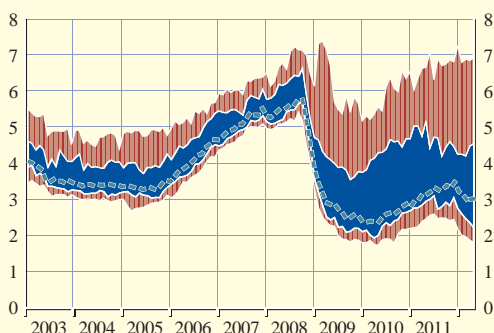
EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA Y LA DISCRIMINACIÓN DE RIESGOS

En cuanto al precio de los préstamos a empresas, los tipos de interés compuestos de los préstamos de la zona del euro a las sociedades no financieras aumentaron de manera constante desde mediados de 2010 hasta finales de 2011, como consecuencia, en gran medida, del impacto de la crisis de la deuda soberana sobre los tipos de interés de referencia y sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito, así como de la reevaluación de los riesgos. Dichos tipos compuestos empezaron a disminuir gradualmente, en términos agregados, a principios de 2012. Esta disminución se produjo tras un descenso de los tipos de interés de mercado y, en particular, después de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre y en diciembre de 2011, y tras las medidas monetarias no convencionales anunciadas por el BCE en octubre de 2011, destinadas a aliviar más las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro. Estos ajustes de los tipos de interés agregados aplicados por los bancos a la clientela para adecuarlos a la variación de los tipos de interés oficiales están ampliamente en consonancia con la transmisión, por lo general algo retardada, de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE, que depende de una serie de factores estructurales, financieros y cíclicos⁵. Sin embargo, la disminución agregada de los

⁵ Para más información, véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2009.

Gráfico 7 Tipos de interés compuestos aplicados por las IFM a los préstamos a sociedades no financieras en los países de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

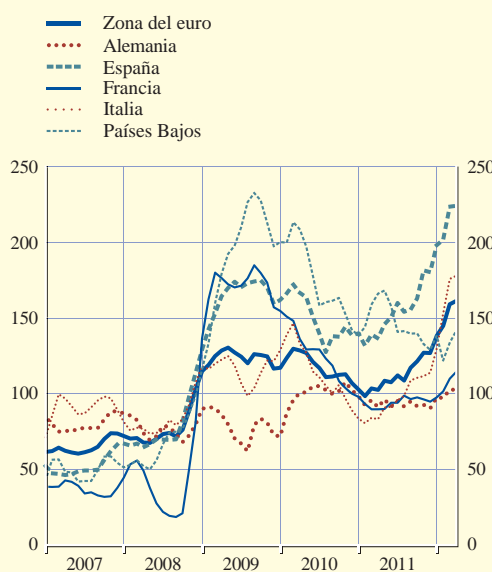
Notas: Los tipos compuestos se agregan utilizando como ponderación los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

tipos de los préstamos a las empresas en la primera mitad de 2012 enmascara las actuales divergencias en la evolución de los tipos de los préstamos entre países (véase gráfico 7). En este sentido, no se observó un alivio significativo en aquellos países más afectados por la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana, donde los efectos procedentes de los canales de propagación descritos anteriormente son especialmente acusados.

Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren, en general, una mayor discriminación de los riesgos por parte de las entidades de crédito a la hora de fijar el precio de los préstamos, siendo creciente el número de bancos que indicaron que habían aumentado los márgenes de los préstamos de mayor riesgo con respecto a los de los préstamos ordinarios. Esto está en línea con la ampliación general del diferencial entre los tipos de interés de los créditos bancarios hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras en la zona del euro en su conjunto desde principios de 2011 (véase gráfico 8), tras la disminución temporal registrada en el segundo semestre de 2010⁶. La diferencia entre el precio de los préstamos para las pequeñas y las grandes empresas, que se deriva principalmente de los distintos riesgos específicos de cada una,

Gráfico 8 Diferencial entre los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros otorgados por las IFM a las sociedades no financieras

(medias móviles de tres meses; puntos básicos)



Fuentes: BCE y estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM.

pone de manifiesto que las pequeñas empresas tuvieron que hacer frente a unas condiciones más adversas, que fueron especialmente difíciles en los países más afectados por la intensificación de la crisis de la deuda soberana. En parte, estos diferenciales pueden reflejar también el hecho de que las pequeñas y medianas empresas (pymes) dependen en mayor medida de sus respectivos sectores bancarios nacionales y están sujetas a unas condiciones de concesión de crédito más estrictas que las grandes empresas, que tienen un mayor acceso a los mercados financieros mundiales.

FINANCIACIÓN BANCARIA E IMPACTO DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA

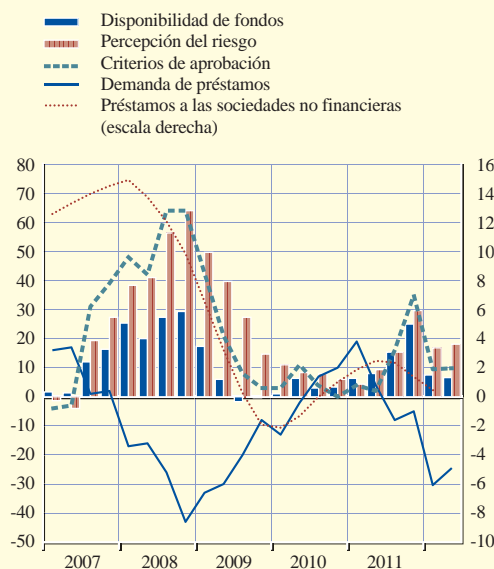
Por lo que respecta al volumen de préstamos, los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras solo registraron un débil crecimiento tras recuperarse temporalmente en el segundo semestre de 2010, y las tasas de crecimiento interanual (ajustadas de ventas y titulaciones) cayeron

6 Se asume que los créditos hasta un millón de euros se otorgan principalmente a las pymes, y los de importe superior, fundamentalmente a las grandes empresas.

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Gráfico 9 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras e indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentajes netos; tasas de variación interanual)

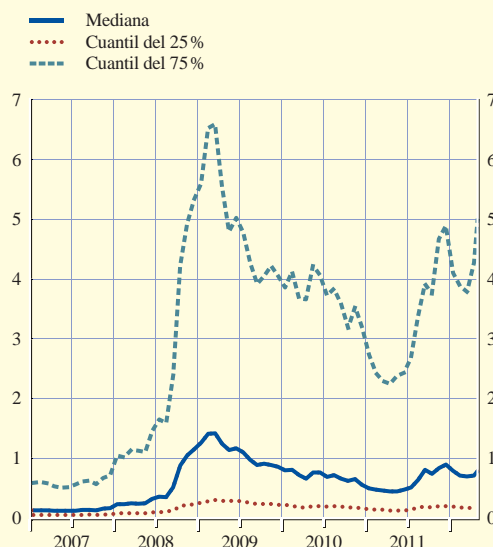


Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.

desde el 1,6% en enero de 2011 hasta el 0,2% en mayo de 2012 (véase gráfico 9). Fruto de la intensificación de la crisis de la deuda soberana, la evolución de los préstamos fue especialmente tenue en los países más afectados por las tensiones en los mercados soberanos (véase también el gráfico 7 del artículo titulado «Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria»). Esta evolución fue consecuencia, en gran medida, de las necesidades de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro que, tras una breve recuperación entre mediados de 2010 y principios de 2011, se mantuvieron contenidas en 2011 y en la primera mitad de 2012, principalmente debido a la falta de dinamismo de la actividad económica, al aumento de la incertidumbre en el entorno económico y a la consiguiente menor formación de capital, factores que fueron más acusados sobre todo en el segundo semestre de 2011 por la intensificación de la crisis de la deuda soberana. El incremento general de la incertidumbre estuvo acompañado por un fuerte deterioro de la valoración del riesgo de crédito de las empresas por parte de los mercados, medido, por ejemplo, por las tasas de morosidad

Gráfico 10 Tasa de morosidad esperada de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(probabilidad de impago en los próximos doce meses; porcentajes)



Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se basan en una muestra de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

esperadas, que se elevaron sustancialmente en este período (véase gráfico 10). En los principales países de la zona del euro, este aumento fue especialmente notable en el caso de las empresas italianas y fue menos pronunciado en el caso de las neerlandesas y las alemanas. Al mismo tiempo, la mayor propensión de las empresas a retener beneficios y a utilizar sus reservas acumuladas de efectivo, así como al desapalancamiento general, también influyó en la escasa demanda de financiación externa de las sociedades no financieras.

Además, por el lado de la oferta, frente al bajo grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito entre 2010 y mediados de 2011, su considerable endurecimiento neto en la segunda mitad de 2011 (según la encuesta sobre préstamos bancarios, el 35%, en términos netos, de las entidades encuestadas indicaron un endurecimiento en el cuarto trimestre de 2011, frente al 4% en el primer trimestre) contribuyó al débil dinamismo general de la financiación bancaria de las empresas de la zona del euro (véase gráfico 9), que fue atribuible, en gran medida, a la intensificación de la crisis de

la deuda soberana, la cual tuvo un impacto sustancial en las condiciones de refinanciación de las entidades de crédito, así como en la situación de sus balances y en sus niveles de capital, y, en última instancia, en sus criterios de aprobación del crédito. De hecho, las entidades encuestadas señalaron que las tensiones en los mercados soberanos dieron lugar a un deterioro significativo de sus condiciones de financiación en el último trimestre de 2011, plasmado en problemas de disponibilidad de fondos y de gestión de liquidez, así como a través de otros canales más indirectos. También indicaron que la vulnerabilidad a los riesgos derivados de la crisis de la deuda soberana ha contribuido significativamente al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito.

Esta dinámica remitió, en parte, a principios de 2012 por la considerable caída del número de entidades de crédito que señalaron un endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas en las encuestas sobre préstamos bancarios de abril y de julio de 2012 (el 9 % y el 10 %, respectivamente, en términos netos). Este descenso estuvo muy relacionado con las medidas no convencionales anunciadas por el BCE en octubre de 2011, las dos OFPML a tres años y la ampliación del conjunto de activos de garantía para incluir los créditos. Asimismo, los encuestados indicaron que el impacto negativo de la crisis de la deuda soberana sobre las entidades de crédito fue menos pronunciado en el primer trimestre de 2012, aunque cobró impulso en el segundo trimestre tras el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro.

En el caso de las pymes se señala una dinámica similar, aunque más acusada, con una disminución especial de los créditos hasta un millón de euros⁷ en el segundo semestre de 2011. El descenso llevó aparejada la percepción de un deterioro adicional en la disponibilidad de préstamos bancarios entre octubre de 2011 y marzo de 2012, según indicaron las pymes en la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro (en términos netos, el 20 % señaló un deterioro, frente al 14 % de la encuesta anterior), y está en consonancia con el

incremento de los diferenciales entre los préstamos hasta un millón de euros y los de importe superior, comentado anteriormente⁸.

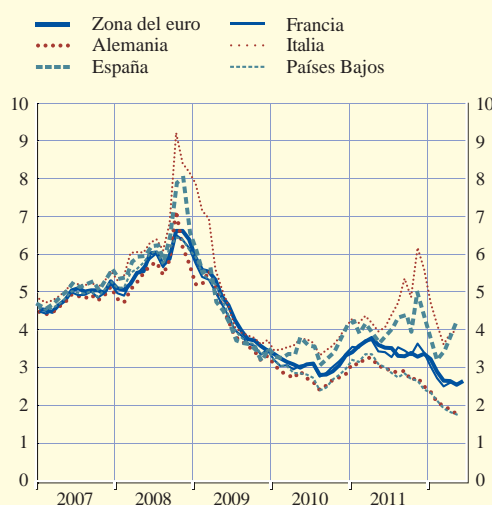
FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS Y DESINTERMEDIACIÓN

En cuanto a la financiación de la deuda de las empresas de la zona del euro en los mercados, el precio de los valores de renta fija se ha moderado, ya que los rendimientos de los bonos de las sociedades no financieras con grado de inversión han disminuido desde noviembre de 2011 (véase gráfico 11). Esta disminución fue considerable, e inicialmente generalizada, y estuvo acompañada de una menor disparidad entre las principales economías de la zona del euro, habiendo caído los rendimientos de los valores de renta fija privada de forma más acusada en Italia y en España que en Alemania y en los Países Bajos. Sin embargo, después del primer trimestre de 2012 volvieron a ampliarse las diferencias

- 7 Los créditos hasta un millón de euros pueden considerarse como una aproximación de los préstamos a las pymes.
8 El 27 de abril de 2012 se publicó un informe completo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en la sección de «Statistics» del sitio web del BCE, en Monetary and Financial Statistics/Surveys/Access to finance of SMEs.

Gráfico 11 Coste de la financiación mediante valores de renta fija: bonos de sociedades no financieras con grado de inversión

(en porcentaje)



Fuentes: Índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen la media ponderada basada en los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

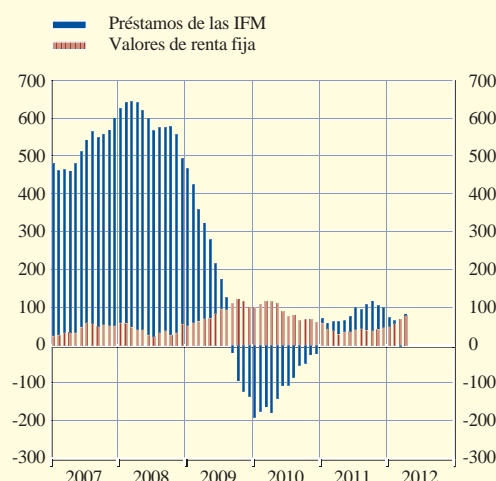
entre los principales países de la zona, con caídas de los rendimientos a nivel agregado a excepción de España e Italia, en un entorno de crecientes tensiones en los mercados soberanos. En el caso de los valores de renta fija privada con calificación inferior al grado de inversión se observó una evolución bastante similar, aunque con un coste de la deuda significativamente más elevado. Además, en estos segmentos, el aumento de los costes fue particularmente pronunciado para las empresas españolas e italianas. De hecho, en el contexto del estancamiento de las perspectivas económicas, es posible que exista una elevada heterogeneidad en el riesgo de propagación en cada país, especialmente en el caso de propagación del riesgo soberano de cada país al sector de las sociedades no financieras, aun cuando las últimas medidas no convencionales anunciadas por el BCE hayan limitado la amenaza de recortes significativos del crédito en la zona del euro.

Existen indicios de que el crédito comercial amortigua parcialmente las necesidades de financiación de las empresas en períodos de acceso reducido a los préstamos bancarios. Además, las sociedades cotizadas han acumulado considerables reservas de efectivo, en especial en Alemania y en Francia, que pueden reflejar, en parte, tenencias de efectivo por motivos de precaución, pues las empresas perciben que las entidades de crédito son menos capaces de proporcionar crédito, o están menos dispuestas a ello, en épocas de crisis financiera.

En cuanto a los volúmenes de financiación de las empresas mediante la emisión de valores de renta fija, tras las fuertes emisiones netas de deuda en la primera mitad de 2010, se registró una desaceleración paulatina, que coincidió con el menor ritmo de descenso de los préstamos bancarios a las empresas (véase gráfico 12). La ralentización de las emisiones netas de deuda por parte de las sociedades de la zona del euro continuó a principios de 2011, mientras que los flujos netos acumulados de préstamos bancarios a las sociedades no financieras permanecieron en terreno positivo. En cambio, las emisiones de deuda repuntaron a finales de 2011, mientras que los préstamos netos acumulados concedidos por las entidades de crédito de la zona del

Gráfico 12 Financiación externa de la deuda de las empresas de la zona del euro a través de los bancos y los mercados

(flujos netos acumulados en un período de doce meses)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

euro cayeron. En conjunto, como se muestra en el gráfico 12, desde que se inició la crisis financiera —y, en especial, desde el segundo semestre de 2009—, se puede observar una relación de sustitución más estrecha entre la evolución de los préstamos bancarios a las empresas de la zona del euro y la de la financiación de la deuda de estas empresas en los mercados. Esta relación sugiere que las grandes empresas de la zona del euro han recurrido crecientemente a los mercados para financiar su deuda y que el acceso a la financiación bancaria ha resultado cada vez más difícil. Estos signos de desintermediación volvieron a manifestarse a finales de 2011, cuando la crisis de la deuda soberana afectó con especial intensidad a las entidades de crédito, deteriorando aún más su capacidad de préstamo. Sin embargo, más recientemente, el endurecimiento neto considerablemente menor de los criterios de aprobación del crédito a empresas por parte de los bancos tras las OFPML a tres años sugiere una disminución de la presión de las condiciones de la oferta de préstamos, que puede reflejarse, en parte, en un crecimiento efectivo de los préstamos, aunque con un cierto desfase temporal, dependiendo del impacto de las presiones más recientes en sentido opuesto procedentes de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

En conjunto, es probable que las necesidades de financiación mediante deuda de las empresas de la zona del euro continúen estando ligeramente contenidas a corto plazo, debido tanto al frágil entorno económico como a la mayor propensión de las empresas a retener beneficios, a reforzar sus tenencias de efectivo y a desapalancarse. Al mismo tiempo, parece que las condiciones de financiación de los prestatarios de mayor riesgo son especialmente sensibles a la evolución de la crisis de la deuda soberana. Además, es probable que las empresas de la zona del euro reaccionen con creciente flexibilidad a los cambios en la disponibilidad de préstamos bancarios, recurriendo a los mercados financieros y utilizando el crédito comercial para cubrir posibles brechas de financiación.

5 LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA Y LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES

Como en el caso de las sociedades no financieras, la crisis de la deuda soberana y, en especial, su intensificación a mediados de 2011 han acentuado la heterogeneidad del entorno de financiación de los hogares en los distintos países de la zona del euro, sin afectar significativamente al nivel agregado del coste o del volumen de financiación del conjunto de la zona. Esto se debe, en gran medida, a los efectos dispares de dicha crisis sobre los rendimientos de la deuda pública en los países de la zona, que, a su vez, hicieron que los efectos que se propagaron a través de los distintos canales comentados en la sección 2 fueran sustancialmente diferentes. Es importante señalar que los efectos agregados quedaron mitigados por el respaldo de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales implementadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto.

Al mismo tiempo, para comparar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de los hogares con su impacto en las sociedades no financieras hay que tener en cuenta algunos aspectos. En primer lugar, la dependencia de los hogares de la zona del euro de las entidades

de crédito para su financiación externa es mucho mayor que en el caso de las sociedades no financieras⁹. En segundo lugar, la integración del mercado de préstamos bancarios a los hogares es considerablemente menor que la del mercado de préstamos a empresas, aunque los mercados de titulización, que están relacionados principalmente con los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, han incrementado su nivel de integración¹⁰. Sin embargo, la crisis de la deuda soberana ha tenido efectos dispares en el entorno de financiación de los hogares de la zona del euro a través de algunos canales, como los que afectan a las condiciones del crédito (precio y condiciones no relacionadas con el precio) y a los volúmenes de préstamo ofrecidos por las entidades como consecuencia de la diversa evolución de los rendimientos de la deuda pública en los distintos países de la zona. De hecho, como se ha comentado anteriormente, los rendimientos de la deuda pública suelen estar altamente correlacionados con los rendimientos de los bonos bancarios y, por consiguiente, con los tipos de interés de los préstamos que aplican las entidades de crédito a los préstamos a hogares. Esta correlación refleja, en gran medida, la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de las entidades de crédito a los tipos de interés de los préstamos. Otros canales operan mediante cambios en la demanda de crédito e incluyen, por ejemplo, efectos riqueza derivados de los cambios de valoración que afectan al valor nominal de la deuda pública en poder de los hogares.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES DESDE 2010

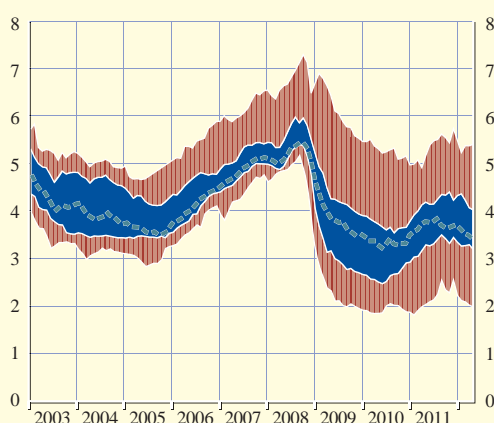
Los tipos de interés de los préstamos a hogares en la zona del euro y la tasa de crecimiento de los préstamos no han variado significativamente, en términos agregados, desde 2010. Por ejemplo, los tipos de interés compuestos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda han fluctuado entre el 3,3 % y el 3,9 % desde principios de 2010 (véase gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual

⁹ Véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.

¹⁰ Véase el informe del Eurosistema titulado «*Financial integration in Europe*», abril de 2012.

Gráfico 13 Tipos de interés compuestos aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro

(en porcentaje)

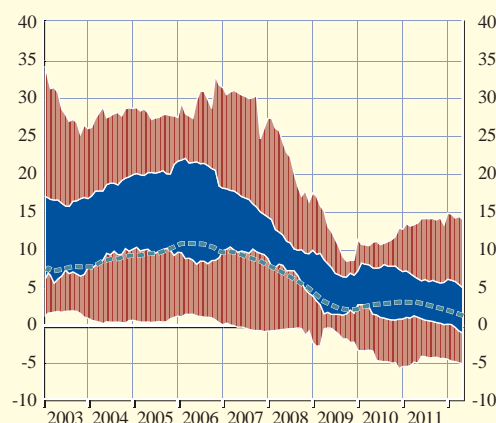


Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos compuestos se agregan utilizando como ponderación los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

Gráfico 14 Préstamos de las IFM a los hogares en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos están ajustados de titulaciones y se supone que todos los préstamos al sector privado titulizados antes de 2009 son préstamos a hogares. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) aumentó gradualmente desde alrededor del 2% a principios de 2010 hasta el entorno del 3% entre mediados de 2010 y mediados de 2011, y después fue cayendo progresivamente hasta situarse en el 2% a finales de 2011 y en el 1,3% en mayo de 2012 (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, la aparente estabilidad relativa de los niveles agregados de los tipos de interés de los préstamos a hogares y del crecimiento de los préstamos en la zona del euro enmascara una evolución dispar en los distintos países. Sin embargo, aunque el grado de heterogeneidad se ha incrementado desde 2010, todavía sigue siendo considerablemente inferior al nivel observado antes de la crisis, especialmente en el período 2004-2006.

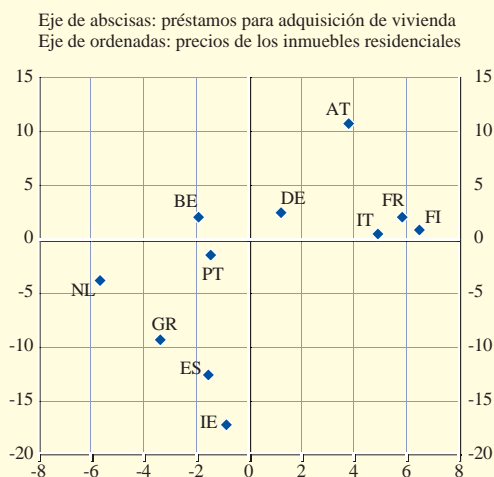
Un hecho notable a este respecto es que las contribuciones relativas de los distintos países de la zona del euro al crecimiento de los préstamos a hogares en la zona han variado significativamente en los últimos años. Antes de la crisis financiera, el crecimiento de los préstamos a hogares, en particular en España y en algunos países acogidos a programas de asistencia financiera de la UE y el

FMI, se caracterizaba por registrar tasas de avance de dos dígitos como consecuencia del auge del mercado de la vivienda. Estas tasas disminuyeron considerablemente a partir de 2008 y pasaron a ser negativas en 2010. Los descensos reflejan, en gran medida, la necesidad de corregir excesos del pasado y están en consonancia con la evolución del precio de la vivienda en dichos mercados (véase gráfico 15). En cambio, desde 2010, el crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro ha estado cada vez más impulsado por la contribución de los países que anteriormente experimentaron un crecimiento crediticio más moderado, como Francia, en parte gracias a los planes de apoyo público. Además, en Alemania, aunque la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales se encuentra actualmente en un nivel alto en términos históricos, este nivel no es extraordinario si se considera desde la perspectiva de la zona del euro, o en comparación con el nivel de los préstamos para adquisición de vivienda.

Además de estos efectos de reajuste en la composición del crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro, la estabilidad relativa de los

Gráfico 15 Préstamos de las IFM para adquisición de vivienda y precios de la vivienda en los países de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Los datos corresponden al primer trimestre de 2012, salvo en el caso de Bélgica (cuarto trimestre de 2011) y de Italia (segundo semestre de 2011).

tipos de interés y del crecimiento de estos préstamos en la zona del euro puede atribuirse, en parte, al impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE durante la crisis, que han ayudado, hasta cierto punto, a proteger a los hogares de la zona de los efectos negativos de las distorsiones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria¹¹. En consecuencia, con algunas excepciones, entre las que se encuentran sobre todo los países acogidos a programas de asistencia financiera de la UE y el FMI, el efecto de dichas distorsiones en el mecanismo de transmisión sobre los volúmenes y los tipos de interés de los préstamos a hogares ha sido limitado.

Al mismo tiempo, la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011, que dificultaron cada vez más el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación en los mercados, dio lugar a un aumento del riesgo de reducción de los préstamos a hogares por parte de las entidades de crédito en algunos países de la zona. Este riesgo pareció empezar a materializarse hacia finales de 2011 y tuvo su reflejo, por ejemplo, en las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a

los hogares observadas en diciembre de 2011. Sin embargo, las nuevas medidas no convencionales anunciadas en el último trimestre de 2011, y especialmente las OFPML a tres años, han aliviado las presiones de financiación sobre las entidades de crédito de la zona del euro, ayudando así a reducir el riesgo de desapalancamiento desordenado del sector bancario.

FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E IMPACTO DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA

Aun teniendo en cuenta la necesidad de corregir excesos pasados en relación con los préstamos a hogares, en la actualidad el crecimiento de estos préstamos es relativamente tenue en términos históricos, probablemente debido tanto a la débil demanda de crédito como a las restricciones en la oferta de crédito bancario.

Aunque es difícil cuantificar la fuerza de los distintos factores que determinan la oferta y la demanda de préstamos, y las estimaciones asociadas están rodeadas de una elevada incertidumbre, se puede obtener evidencia cualitativa de los indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios, que proporcionan información sobre la demanda de préstamos y sobre los criterios de aprobación del crédito que aplican las entidades bancarias. El endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito señalado en dicha encuesta puede considerarse, en una primera aproximación, un indicador de la influencia de las condiciones de oferta en la evolución de los préstamos, aunque esta serie incluye distintos factores («percepciones del riesgo», «disponibilidad de fondos» y «competencia»), algunos de los cuales —como el de «percepciones del riesgo»— también pueden verse afectados por las condiciones de demanda. En cambio, el factor de «disponibilidad de fondos» puede interpretarse como un factor de oferta «puro» (en el sentido de que sirve de aproximación del «canal del crédito bancario» para la transmisión de la política monetaria). La evidencia sugiere que, tras disminuir en 2009 y en la primera mitad de 2010, el endurecimiento neto

¹¹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

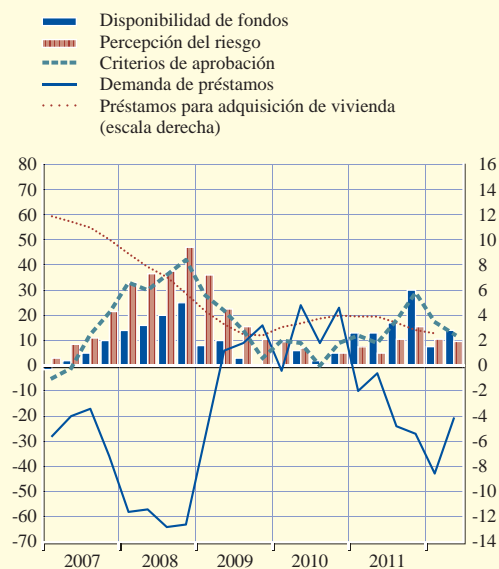
Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

de los criterios de aprobación del crédito aumentó significativamente, en especial en 2011, con la intensificación de la crisis de la deuda soberana. El mayor endurecimiento en 2011 se vio impulsado, principalmente, por la preocupación de las entidades de crédito en torno a la disponibilidad de fondos, tanto para préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 16) como para crédito al consumo. Esto indica que es posible que las restricciones de oferta «puras» explicaran una parte no despreciable de la atonía de la actividad crediticia de las entidades de crédito. Aunque el mayor endurecimiento neto de los criterios de concesión fue menos acusado en el caso del crédito al consumo, debe tenerse en cuenta que el crecimiento de estos préstamos ha sido negativo durante gran parte de los tres últimos años. Al mismo tiempo, la importancia de la evolución de la demanda de préstamos queda reflejada en el correspondiente indicador de la encuesta sobre préstamos bancarios, que registró una acusada caída en 2011 y en el primer trimestre de 2012, y una contracción más leve en el segundo trimestre del año. Otras fuentes de información complementarias, como la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, así como las estimaciones basadas en modelos, confirman que los factores de oferta han producido posiblemente un impacto adverso en el crecimiento de los préstamos a hogares desde 2010, pero también que la escasa demanda crediticia ha sido un factor moderador considerable¹². La debilidad de la demanda de crédito por parte de los hogares también explica la relativa estabilidad y moderación de las condiciones de financiación de los hogares observadas desde 2010.

De cara al futuro, por una parte, la necesidad de corregir excesos pasados en algunos países sigue siendo un factor importante que posiblemente frene el crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro; por otra, es probable que el pleno impacto de las medidas no convencionales más recientes sobre los tipos de interés y el crecimiento de los préstamos a hogares tarde varios meses en materializarse. Sin embargo, para que las medidas sean totalmente eficaces, deben reunirse algunas condiciones, en particular, que se recupere la

Gráfico 16 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda e indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentajes netos; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.

demanda de préstamos, con una mejora sostenida del entorno económico general y una reducción permanente de la incertidumbre económica, vinculada, entre otros factores, a la solvencia de los emisores soberanos de la zona del euro y a la mejora sostenible del nivel de capital de las entidades de crédito.

6 CONCLUSIONES

Desde el comienzo de la crisis financiera en 2007, la zona del euro ha sufrido una serie de perturbaciones financieras adversas que han afectado al funcionamiento de la intermediación crediticia y financiera en la zona. La aparición de la crisis de la deuda soberana a principios de 2010 acrecentó las vulnerabilidades del sistema bancario de la zona del euro y generó graves tensiones en varios segmentos del mercado, con el riesgo, en última instancia, de limitar la provisión de financiación a

12 Véase, por ejemplo, la evidencia presentada en el recuadro titulado «Factores que afectan a los préstamos al sector privado y a las perspectivas a corto plazo de la evolución monetaria y crediticia», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

los hogares y a las empresas. Por tanto, el carácter multidimensional de la crisis actual ha complicado el análisis de las condiciones de financiación.

La evaluación de las condiciones de financiación en la zona del euro en el entorno de la crisis de la deuda soberana exige el examen de varios aspectos relacionados entre sí. El primero y más importante es que las condiciones de financiación y del balance del sistema bancario constituyen un factor determinante clave de la oferta de crédito a la economía. Desde 2010 las tensiones en los mercados de deuda pública han provocado efectos de contagio significativos al riesgo de liquidez bancaria y a los costes de financiación y han reforzado las presiones para el desapalancamiento en muchas jurisdicciones. Existen interdependencias significativas entre las entidades de crédito y los Gobiernos, tanto a través de las exposiciones en el balance como de las exposiciones por créditos contingentes, que acentúan la propagación macroeconómica de las tensiones bancarias o en los mercados soberanos. Dada la situación actual, la oferta de crédito bancario sigue siendo muy vulnerable a un resurgimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

El segundo aspecto es la persistente heterogeneidad entre países: dada la fragmentación de algunos segmentos del mercado y el obstáculo que supone para la integración del sector bancario europeo, los indicadores para el conjunto de la zona del euro pueden enmascarar evoluciones específicas en cada país, así como el deterioro de los canales de transmisión de la política monetaria, con consecuencias potencialmente adversas para la economía real en dichos países.

El tercer aspecto que merece especial atención al evaluar las condiciones de financiación durante la crisis de la deuda soberana es la identificación de factores de oferta y de demanda en la intermediación crediticia en el entorno de las correspondientes interacciones entre el sistema financiero y la economía real. Las sociedades no financieras y los hogares de algunos países de la zona del euro tendrán que desapalancarse para reducir su deuda con el tiempo y corregir excesos pasados. Sin embargo, en combinación con la correspondiente necesidad de desapalancamiento de las entidades de crédito, esto podría crear círculos viciosos. Las grandes empresas con acceso a los mercados y a otras fuentes de financiación pueden solventar las restricciones sobre los préstamos bancarios; sin embargo, a los hogares y a las pequeñas empresas les resulta considerablemente más difícil.

El cuarto aspecto es el impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto: los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana al entorno de financiación de la zona del euro fueron significativos y deterioraron el canal de transmisión de la política monetaria en algunas fases de la cadena de intermediación financiera, lo que indujo al BCE a adoptar decisiones para implementar medidas de política monetaria no convencionales. Estas medidas han ayudado claramente a evitar un desapalancamiento desordenado, con posibles consecuencias negativas para el conjunto de la economía, y, por tanto, han protegido en cierta medida a los hogares y a las sociedades no financieras de los efectos de la crisis. Al mismo tiempo, las medidas deben ir acompañadas de actuaciones por parte de los Gobiernos para atajar las causas subyacentes de la crisis.