

LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Garrote y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La demanda de crédito de las empresas depende del dinamismo de su actividad inversora y productiva, y del coste y de la disponibilidad de las fuentes alternativas de recursos. Por su parte, la oferta de financiación es también sensible al ciclo económico, al estar relacionada con la valoración que hacen los prestamistas sobre la rentabilidad, riesgo y solvencia de las compañías y de sus proyectos de inversión. La mejora de la valoración de las sociedades durante la fase expansiva del ciclo contribuye a suavizar los criterios de concesión de financiación y a expandir la oferta.

Durante la última década, y hasta las primeras turbulencias financieras en el verano de 2007, las empresas de la zona del euro disfrutaron de unas condiciones de financiación muy holgadas. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles bajos y las primas de riesgo exigidas por los prestamistas fueron notoriamente reducidas, en un contexto en el que el creciente grado de internacionalización de las empresas en Europa y la expansión económica desde mediados de 2005 también contribuyeron a fomentar la demanda de financiación. Por el lado de la oferta, el extraordinario crecimiento de la titulización se añadió a los condicionantes cíclicos y favoreció la expansión de la oferta de crédito¹.

Las tensiones financieras surgidas a partir del verano de 2007 limitaron la capacidad de las empresas para endeudarse con la facilidad con la que lo venían haciendo. El cambio en la percepción y en la valoración del riesgo provocó un encarecimiento de la financiación y una contracción importante de la liquidez de los mercados de crédito internacionales. A pesar de ello, la acumulación de deuda por parte de las empresas europeas siguió creciendo de forma notable hasta octubre de 2008.

La escalada de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 provocó fallidos y pérdidas de proporciones desconocidas, esparció la desconfianza indiscriminada hacia todo tipo de intermediarios y agudizó la tendencia hacia el desapalancamiento del sistema bancario mundial. La situación requirió la intervención urgente de los gobiernos y de las autoridades monetarias para evitar el colapso y atenuar el impacto de las tensiones sobre la fluidez de los préstamos a la economía y la situación financiera del sector privado. En cualquier caso, el rápido y fuerte deterioro de la actividad económica supuso un notable debilitamiento de la oferta y de la demanda de crédito.

Este artículo describe las características y la evolución reciente de la financiación de las sociedades no financieras en la UEM a partir de la información agregada para el conjunto del sector. Para ello, el siguiente apartado describe la composición del pasivo. El tercero trata la evolución temporal y la relaciona con la de sus principales determinantes, y en el cuarto apartado se adopta una perspectiva desagregada por países. Por último, se recogen algunas conclusiones.

Estructura de la deuda de las sociedades no financieras en la UEM

La estructura del pasivo de las empresas depende de múltiples factores, como el coste relativo de las diversas fuentes de financiación, las características institucionales del sistema financiero, el tratamiento fiscal de los instrumentos o los costes asociados a los concursos de

1. La titulización permite a las entidades de crédito crear valores negociables y conseguir recursos a partir de un conjunto de activos financieros poco líquidos, pero con una corriente de ingresos (como los préstamos). Con la implantación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en Europa predominan las titulaciones denominadas «sintéticas», que, a diferencia de las tradicionales, permiten conseguir financiación transfiriendo parte de los riesgos, pero no el activo en sí mismo. Véase BCE (2008).

	Saldo (% del pasivo)		Crecimiento interanual (a)										
	2008	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008			
										I TR	II TR	III TR	IV TR
TOTAL PASIVOS	100	8,6	5,5	3,8	3,5	2,7	4,7	5,7	4,7	4,4	3,9	3,9	3,6
DEUDA	40	16,3	9,8	5,9	5,1	3,2	6,9	11,0	10,7	10,2	9,2	8,9	7,9
Préstamos	37	16,1	8,5	6,2	4,4	3,3	7,4	11,6	11,2	10,7	9,8	9,3	8,1
<i>De los cuales: Préstamos bancarios</i>	22	11,1	6,3	3,2	3,5	5,4	8,3	13,1	14,5	15,0	13,7	12,2	9,5
— A corto plazo	6	13,0	2,3	-3,0	-0,7	2,5	5,8	9,7	12,7	13,8	12,0	9,7	7,0
— A largo plazo	15	10,0	8,6	6,6	5,5	6,7	9,5	14,6	15,2	15,4	14,4	13,2	10,6
Otros préstamos (b)	15	24,3	11,6	10,2	5,6	0,8	6,2	9,7	6,9	5,1	4,8	5,3	6,2
— A corto plazo	6	29,2	9,9	11,3	8,9	-0,3	8,3	14,4	9,9	5,9	6,1	6,6	7,4
— A largo plazo	10	21,5	12,5	9,7	3,9	1,5	5,2	7,2	5,2	4,6	4,0	4,5	5,5
Valores de renta fija	3	18,7	23,3	3,1	11,3	1,6	2,1	5,8	5,9	5,7	2,3	5,0	5,6
<i>A corto plazo</i>	1	40,7	32,0	-0,6	20,6	4,5	6,4	8,5	12,4	9,8	4,9	9,2	10,2
<i>A largo plazo</i>	2	12,5	19,9	4,7	7,9	-0,2	0,0	4,3	2,5	3,2	0,5	2,3	2,7
ACCIONES	46	5,7	3,0	2,6	2,6	2,4	2,8	2,2	2,2	2,1	1,7	1,5	1,7
Cotizadas	13	4,7	1,5	0,6	0,8	0,4	3,3	1,1	0,9	0,5	-0,2	-0,6	0,0
No cotizadas	33	6,5	4,2	3,9	3,4	3,3	2,5	2,7	2,9	2,9	2,7	2,6	2,7
OTROS PASIVOS (c)	14	6,1	6,5	3,7	2,2	3,0	6,4	6,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,5
PRO MEMORIA:													
Descubiertos	3					-3,3	1,1	5,2	8,5	14,7	16,0	15,5	13,4
Valores de renta fija en poder de IFM	1	11,3	22,0	-5,8	-0,2	-7,0	7,0	15,4	7,8	6,3	4,5	-2,9	2,9
Endeudamiento (% del PIB)		75	79	80	81	80	83	88	92	93	94	95	97
Endeudamiento (% del EBE)		199	202	205	207	203	209	219	228	229	233	235	239

FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Calculado como suma de flujos sobre saldo del año anterior.

b. Estimado por diferencia. Incluye préstamos entre empresas, del exterior y titulaciones.

c. Incluye crédito comercial, derivados financieros, las reservas de fondos de pensiones, depósitos y resto.

acreedores y los derivados de los habituales problemas de información asimétrica y riesgo moral en los mercados financieros. La composición y la evolución del pasivo de las empresas tienen implicaciones sobre la estabilidad macroeconómica y sobre la posición patrimonial del sector. Así, por ejemplo, un peso elevado de los recursos externos (y, en concreto, los de corto plazo) supone una mayor sensibilidad de la situación de la empresa a variaciones en los tipos de interés o a un deterioro de la actividad, pudiéndose convertir en un elemento de presión sobre las decisiones de inversión y empleo.

De acuerdo con la información de las cuentas financieras para la UEM, la deuda —suma de los préstamos y las emisiones de renta fija— representaba a finales de 2008 casi un 40% del total del pasivo de las sociedades no financieras (SNF) (véase cuadro 1). Los valores de renta variable suponían un 46%, si bien este porcentaje está sujeto a una variabilidad considerable —entre el 46% y el 62% desde 1995— como consecuencia de la evolución de las cotizaciones.

A pesar del impulso que supuso la introducción del euro sobre el desarrollo de los mercados de capitales, y a diferencia del modelo anglosajón, la financiación a través de préstamos en la zona del euro sigue predominado sobre la captada mediante emisiones de renta fija. Los primeros suponen más del 90% de la deuda de las empresas, aunque en países como España e Italia este porcentaje asciende hasta el 95%². Por plazo de vencimiento, en torno a un 70% de

2. En el caso español, parte de los préstamos recoge la intermediación de emisiones en el exterior.

	% del PIB									
	Endeudamiento (a)				Préstamos bancarios (b)		Préstamos bancarios a corto plazo (b)		Valores de renta fija	
	1996	2000	2004	2007	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Zona del euro	57	74	78	88	49	53	14	15	7	8
Alemania	50	65	62	63	35	38	8	8	5	5
Francia	68	80	87	98	40	44	10	10	15	15
Italia	52	56	62	74	54	57	21	23	4	4
España	43	50	84	112	86	90	22	21	1	1
Holanda	85	103	95	93	53	57	15	17	9	9
Bélgica	83	129	149	154	33	37	13	14	10	11
Austria	60	77	77	78	51	56	15	16	12	12
Irlanda			100	114	94	99	17	28	0	0
Portugal	59	90	103	118	65	73	18	26	21	23
Grecia	31	42	47	56	38	43	19	22	6	8
Finlandia	74	98	96	100	29	33	11	7	12	10
Eslovenia			60	83	52	60	25	24	1	1
PRO MEMORIA:										
Estados Unidos	55	66	65	76	48	49			28	28
Reino Unido	58	77	92	109	83	95	49	46	26	25

FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Eurostat y Reserva Federal.

a. Incluye el total de los préstamos y valores de renta fija a partir de las cuentas financieras.

b. Para los países de la UEM son préstamos en el balance de las entidades de crédito sin ajustar de titulización. Para Estados Unidos y Reino Unido son el total de préstamos.

los préstamos es a largo plazo³, aunque en países como Grecia, Italia, Bélgica o Eslovenia el peso es inferior (véase cuadro 2). Los instrumentos de más corto plazo están más vinculados a la financiación del capital circulante, aunque su crecimiento en los últimos años también puede reflejar la concesión de *préstamos puente* —que facilitan recursos mientras se consiguen los fondos procedentes de fuentes de financiación más estables—.

El 60% de los fondos captados vía préstamos procede de las entidades de crédito del área. Sobre el 40% restante no se dispone de información suficiente para identificar si han sido concedidos por otras empresas no financieras residentes; por instituciones financieras, residentes también, distintas de los bancos (como, por ejemplo, los fondos de titulización, que se convierten en prestamistas de las sociedades cuando adquieren de los bancos los préstamos que luego titilizan); o por agentes no residentes (que, a su vez, pueden ser entidades de crédito, empresas no financieras o instituciones financieras no crediticias, extranjeras).

Esta estructura de la deuda se diferencia de la de los países de tradición anglosajona, en los que existe una mayor paridad entre la financiación de mercado y la bancaria. Así, las emisiones de valores de renta fija suponen un 25% de la deuda de las empresas del Reino Unido y casi un 40% en el caso de Estados Unidos⁴. Dentro de los países de la UEM, las empresas de Portugal, Francia y Austria sobresalen por la mayor importancia de los valores de renta fija. En el caso de Francia, su saldo vivo acapara alrededor del 45% del total emitido por las SNF en la UEM.

3. Un 60% de los valores de renta fija emitidos por las empresas europeas son bonos a largo plazo. 4. La sectorización en Estados Unidos difiere de la europea porque incluye las empresas individuales no financieras sin personalidad jurídica, las cuales se clasifican dentro del sector de hogares en la sectorización europea.

Evolución de la financiación durante la última década

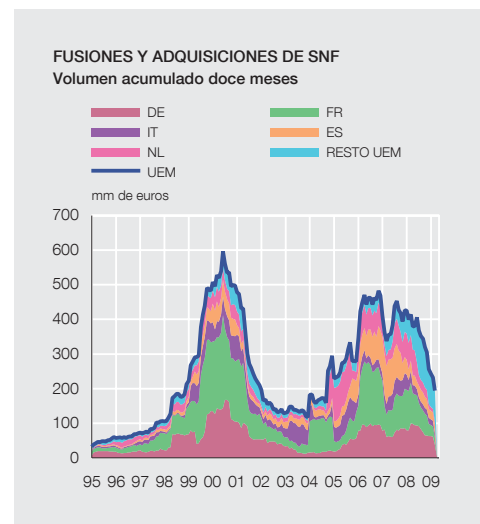
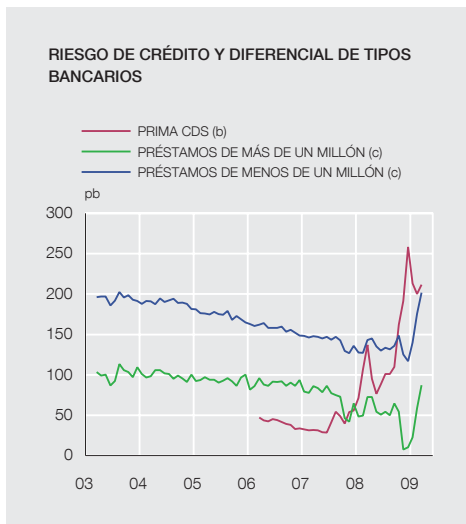
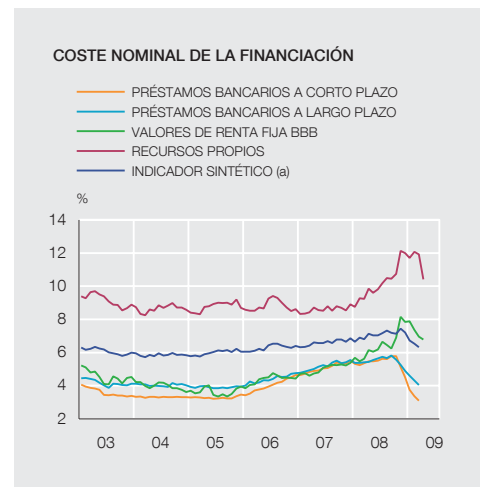
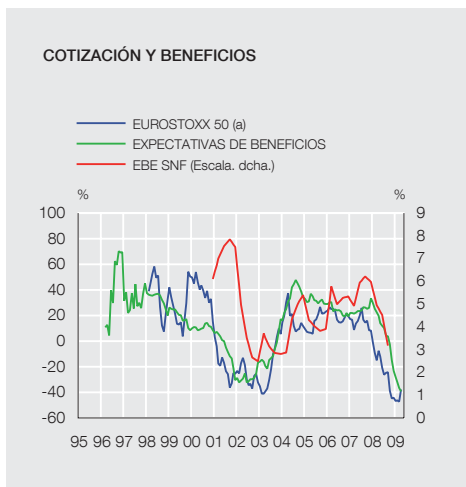
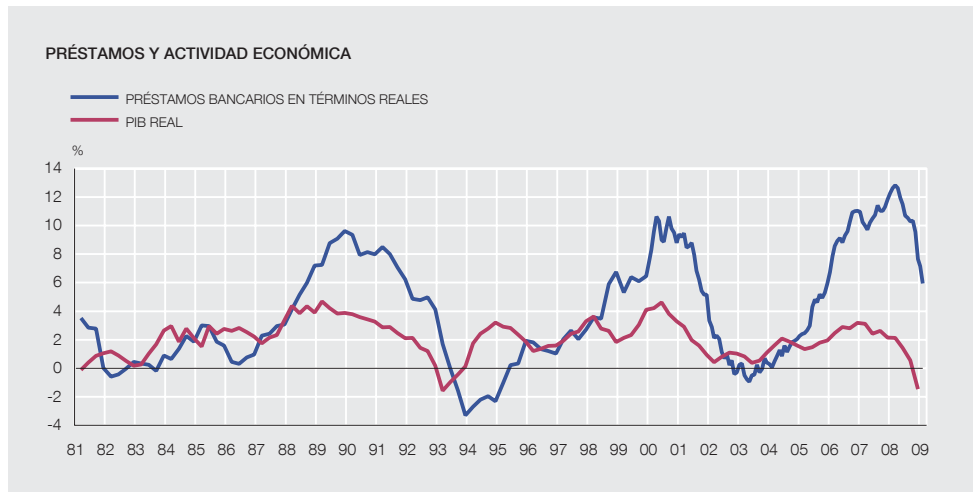
Desde comienzos de la Unión Monetaria, la deuda de las empresas y, en particular, los préstamos bancarios han tenido un comportamiento muy expansivo, con crecimientos anuales superiores a los del PIB nominal —salvo en 2003-2004— (véase gráfico 1). De esta manera, la ratio de endeudamiento del sector se ha incrementado sustancialmente, desde valores cercanos al 60% del PIB en 1996 hasta el 97% a finales de 2008.

La financiación de las empresas presenta un perfil claramente procíclico, con un retraso que podría estimarse entre dos y cuatro trimestres con respecto a la actividad, desfase similar al que se observa, por ejemplo, en Estados Unidos. Es interesante señalar que, durante la fase bajista del ciclo, un elemento que puede contribuir a explicar esta regularidad empírica es un uso más intensivo de las líneas de crédito abiertas durante la fase alcista, que actúan como un colchón para afrontar los ajustes derivados de la disminución de la demanda y de la actividad.

Durante la última década se distinguen tres etapas en la evolución del crédito empresarial en la UEM. Desde 1997, y tras unos años de escaso dinamismo, la deuda de las empresas se aceleró rápida y sustancialmente, hasta alcanzar un crecimiento nominal superior al 16% en el año 2000 (véase cuadro 1). Este período se caracterizó, en primer lugar, por una fuerte reducción de los costes de financiación, derivada de la convergencia de los tipos de interés de los países fundadores de la UEM hacia el tipo de interés que marcaría el inicio de la política monetaria única, en un contexto de mayor integración financiera y fuerte competencia en el sector bancario. Otros factores que contribuyeron a la expansión de la deuda fueron el dinamismo económico y, particularmente, la intensa actividad de fusiones y adquisiciones, y la compra de licencias de telefonía móvil (UMTS) por parte de compañías de telecomunicaciones (lo que originó un fuerte crecimiento del crédito a corto plazo como financiación puente). Asimismo, los altos beneficios empresariales suponían una importante fuente de recursos interna, a la vez que, al mejorar la valoración y la solvencia de las empresas, estimulaban el aumento del crédito. Por tipo de pasivo, las emisiones de renta fija destacaron de forma particular, con un crecimiento interanual del 25% en 2000, y también los préstamos que no provienen de los bancos residentes, los cuales llegaron a crecer a un ritmo del 30% en el mismo período.

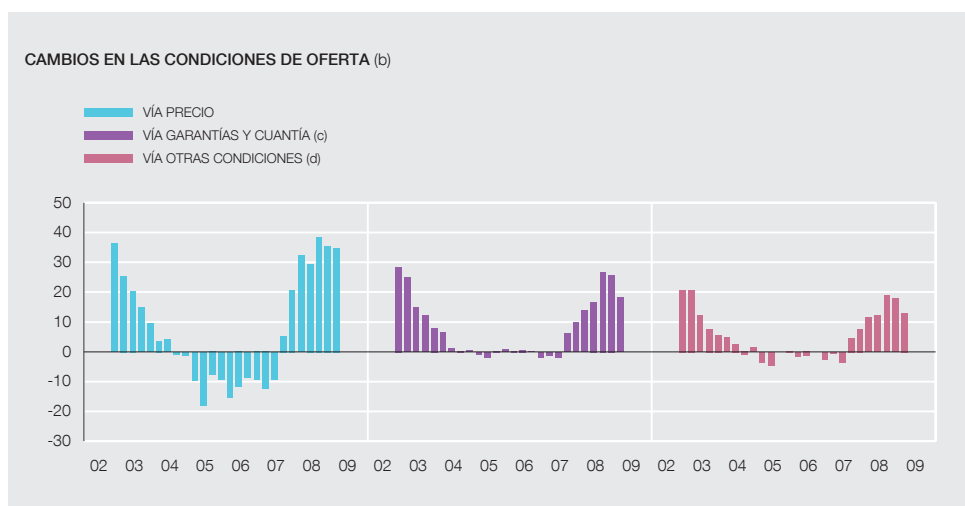
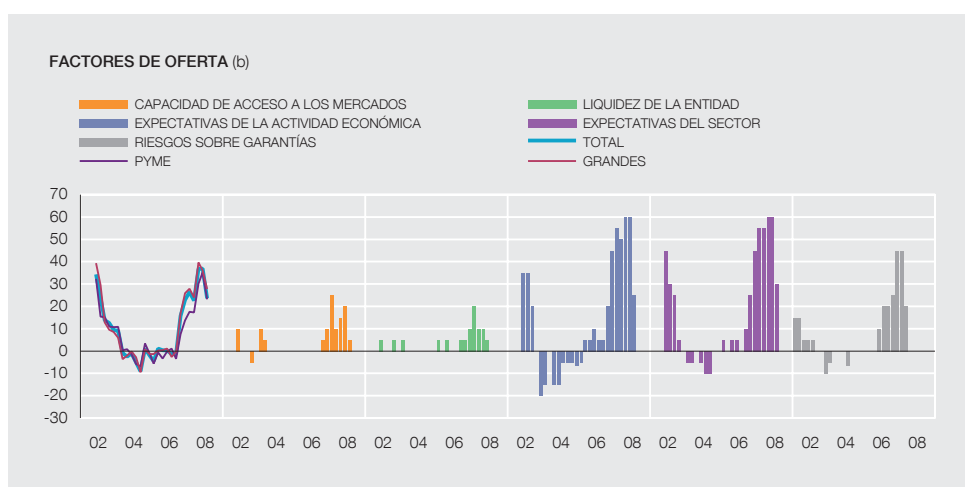
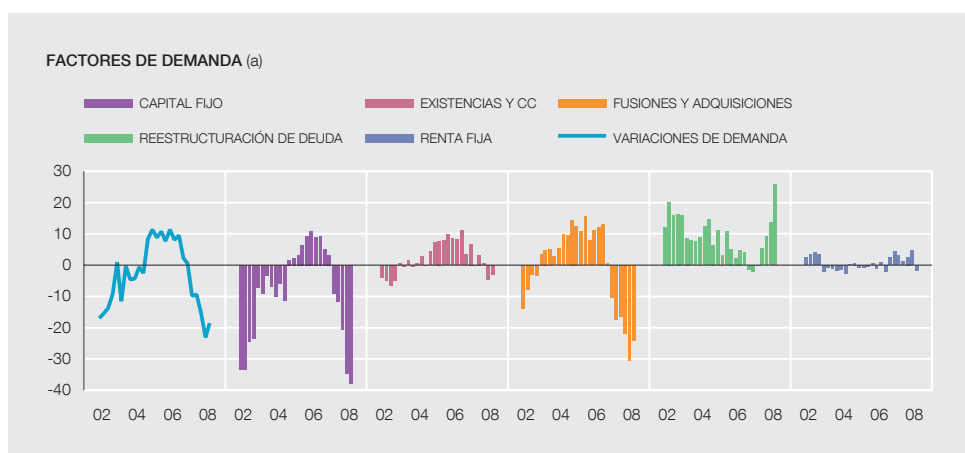
Con la desaceleración económica en 2001, la demanda de financiación se debilitó y numerosas empresas, particularmente alemanas, tuvieron que reestructurar su pasivo. La relajación de la política monetaria, que llegó a situar los tipos de interés en el 2% a mediados de 2003, coexistió con una reducción de la oferta de préstamos y con un endurecimiento de las condiciones de financiación, tal y como empezó a recoger la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) (véase gráfico 2). Durante el período 2001-2004 la desaceleración fue más marcada en la emisión de valores y en la deuda a corto plazo, siendo estos los instrumentos que partían de un mayor dinamismo.

A mediados de 2004 la financiación de las SNF del área del euro empezó a recobrar vigor. Como se muestra en el gráfico 1, estos años se caracterizaron por el predominio de unas condiciones de financiación holgadas (a pesar de que la política monetaria comenzó a reducir su grado de holgura a finales de 2005), el afianzamiento de la expansión económica en el área con un gran impulso de la inversión y, nuevamente, una fuerte actividad de fusiones y adquisiciones. Por componentes, y a diferencia de lo observado a finales de los años noventa, el avance de la deuda empresarial en los últimos años provino en gran medida del crecimiento de los préstamos bancarios, particularmente de las operaciones de importe elevado (más de un millón de euros) y en un contexto de extraordinario crecimiento de la titulización en Europa que favoreció la expansión de la oferta de financiación bancaria. Tras estos años de elevado



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream, Thompson Financial y Banco de España.

- a. Promedio ponderado del tipo de interés de préstamos (referido a saldos), la rentabilidad de los valores de renta fija para empresas con calificación BBB y el coste de los recursos propios aproximado por un modelo de descuento de dividendos. La ponderación es el peso relativo de cada fuente de financiación en términos de saldos.
- b. Primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS). Índice Itraxx no financiero.
- c. Diferencial de los tipos de nuevas operaciones de préstamo respecto al promedio del EURIBOR a tres meses en t , $t - 1$ y $t - 2$.



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Indicador = % de entidades que señalan un incremento considerable + % de entidades que señalan cierto incremento $\times 1/2$ - % de entidades que señalan una cierta reducción $\times 1/2$ - % de entidades que señalan una reducción considerable. Datos hasta el primer trimestre de 2009.
- b. Indicador = % de entidades que endurecen considerablemente + % de entidades que señalan un cierto endurecimiento $\times 1/2$ - % de entidades que señalan cierta relajación $\times 1/2$ - % de entidades que relajan considerablemente. Datos hasta el primer trimestre de 2009.
- c. Incluye las garantías requeridas y la cuantía del préstamo o de la línea de crédito.
- d. Se refiere a plazo de vencimiento y gastos excluidos intereses, así como los compromisos asociados a los contratos de préstamo.

impulso al crédito, el endeudamiento de las empresas en la zona del euro se situó en más del 90% del PIB en 2008 (por encima del 200% del excedente bruto de explotación del sector).

Las tensiones financieras que se iniciaron a mediados de 2007 y que se intensificaron en 2008 provocaron un ajuste en la percepción y valoración del riesgo y una contracción importante de la liquidez de los mercados de crédito internacionales, con implicaciones notables sobre la situación patrimonial de algunas instituciones financieras. Esta situación se tradujo en una reducción de la oferta de préstamos para las empresas, como apunta la EPB, que se fue intensificando a medida que se deterioraba la actividad económica. Además, hasta el otoño de 2008 se produjo un encarecimiento de la financiación, bastante acusado para los valores de renta fija de peor calidad crediticia. En el caso de los préstamos bancarios, el incremento de los tipos de interés fue más limitado y recogía en gran medida la traslación de las primas de riesgo de los mercados interbancarios. Así, por ejemplo, en el caso de las operaciones nuevas de préstamos de importes inferiores a un millón de euros el tipo aplicado aumentó casi 94 puntos básicos (pb) desde mediados de 2007, hasta situarse en el 6,4% en octubre.

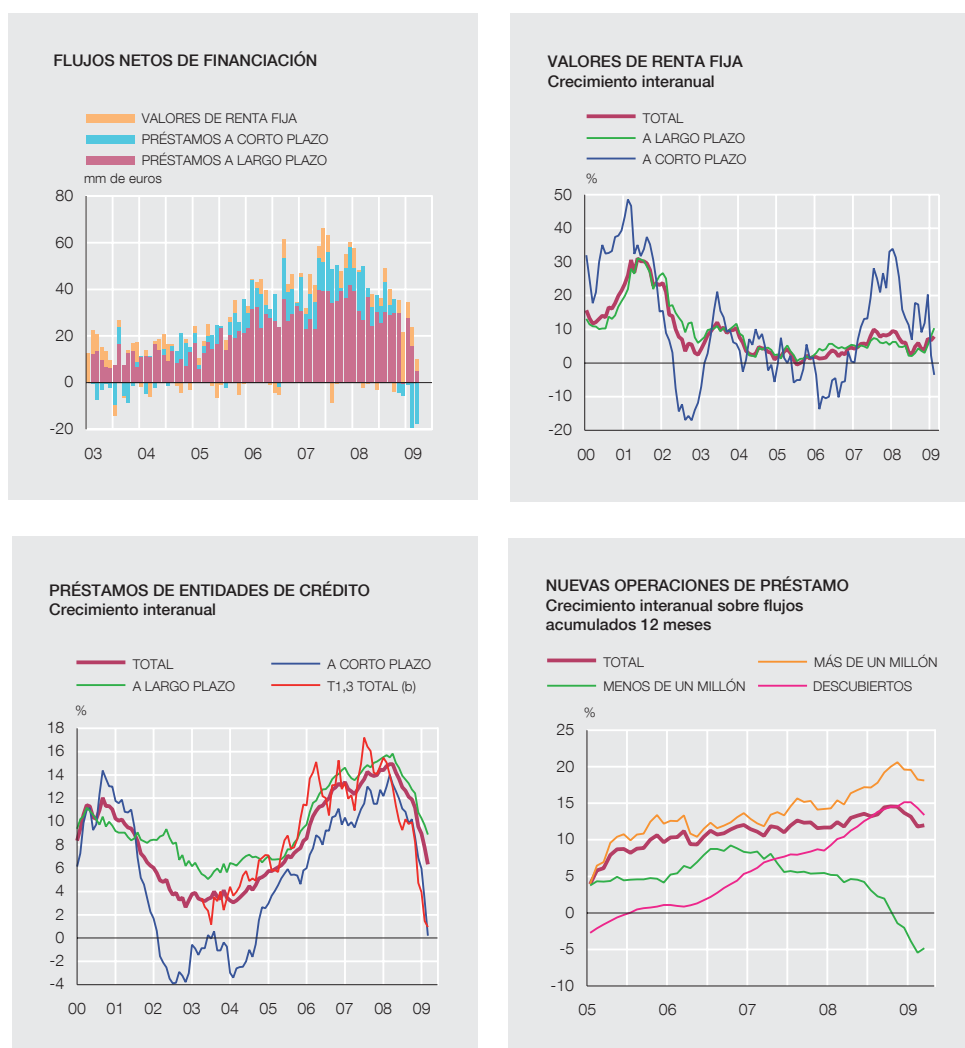
Los flujos de financiación hacia las empresas del área del euro, que partían de una situación de elevado dinamismo, no empezaron a dar muestras de una ralentización hasta la primavera de 2008 y, en cualquier caso, en el conjunto del año el incremento de los préstamos y los valores de renta fija fue notable —por encima del 9% y del 5,5%, respectivamente, frente a tasas del 14% y casi el 6% en 2007—.

Como se observa en el último panel del gráfico 3, parte de este avance estuvo impulsado por la aceleración de los descubiertos (que representan más del 13% de los préstamos a empresas en el balance de los bancos), que en muchos países del área del euro desempeñan un papel similar al que llevan a cabo en España las líneas de crédito, amortiguando los efectos de los cambios de coyuntura y contribuyendo así a retrasar la desaceleración del crédito en esta fase del ciclo. Su crecimiento en 2008 se puede explicar, por tanto, por el endurecimiento de las condiciones de acceso a nueva financiación y las necesidades de las empresas de financiar capital circulante en un contexto de mayor debilidad de los ingresos.

El desglose de los préstamos por tamaño muestra además que durante 2008 se produjo un importante avance de las operaciones nuevas de préstamo de más de un millón de euros, que recoge la financiación de empresas más grandes y que podría evidenciar la mayor dificultad para conseguir recursos en los mercados. Sin embargo, según la EPB la demanda de préstamos derivada de las dificultades para emitir deuda en los mercados aumentó de forma poco significativa y las emisiones de renta fija mantuvieron ritmos de crecimiento relativamente elevados. Según esta encuesta, en cambio, el aumento de la demanda de préstamos durante 2007 y principios de 2008 respondía a una mayor inversión en capital fijo, así como a la necesidad de financiar las existencias y el capital circulante. A medida que avanzó la crisis, la reestructuración de la deuda se convirtió en el factor de demanda que más creció.

Por el contrario, los contratos de menor importe presentaron durante gran parte de 2008 caídas acusadas, que indicaban una mayor dificultad de acceso al crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas.

La escalada de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 extendió los problemas de refinanciación y de escasez de capital del sistema bancario a nivel mundial y acentuó los procesos de desapalancamiento en los que estaba inmerso el sector financiero. El ajuste de los balances bancarios podía provocar una restricción adicional de la oferta de financiación a las empresas y a las familias y realimentar aún más la contracción de la actividad económica. Esta



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Los indicadores mensuales de préstamos proceden del balance bancario y no están ajustados de titulización.

b. Tasa de crecimiento intertrimestral anualizada a partir de datos desestacionalizados.

situación se vio acompañada de una notable caída de las operaciones de fusiones y adquisiciones —en más de un 40% desde finales de 2007—, de las cotizaciones bursátiles y de las expectativas de beneficios empresariales.

En este contexto, los gobiernos de la UEM diseñaron medidas de apoyo al sistema financiero, dirigidas en particular a las entidades de crédito, que tuvieron como una de sus prioridades reanimar la fluidez de los préstamos a la economía. Estas iniciativas se complementaron en diciembre con la adopción por parte de la Comisión Europea de un marco de medidas temporales (hasta 2010) de estímulo directo al crédito, dentro del Plan Europeo de Recuperación Económica, con especial énfasis a la financiación de la pequeña y mediana empresa.

Además, la tendencia alcista en el coste de la deuda se revirtió en octubre con el inicio de una intensa relajación de la política monetaria por parte del BCE, por la cual los tipos oficiales se recortaron en 325 pb en un corto espacio de tiempo, hasta llegar a situarse en el 1% actual. Esto supuso una reducción también notable en el tipo de interés de las operaciones nuevas de préstamo con empresas (de 230 pb y 270 pb hasta marzo, en los contratos de más y de menos de un millón de euros, respectivamente). No obstante, la traslación de los impulsos

de la política monetaria no ha sido completa, lo que refleja un aumento de las primas de riesgo (que se ilustra en el gráfico 1 y que sería coherente con los resultados de la EPB, que desde el inicio de las turbulencias indican unas condiciones de financiación más restrictivas a través de mayores márgenes). Durante 2007 y parte de 2008, estas primas de riesgo estaban ya incorporadas en los tipos de interés del EURIBOR.

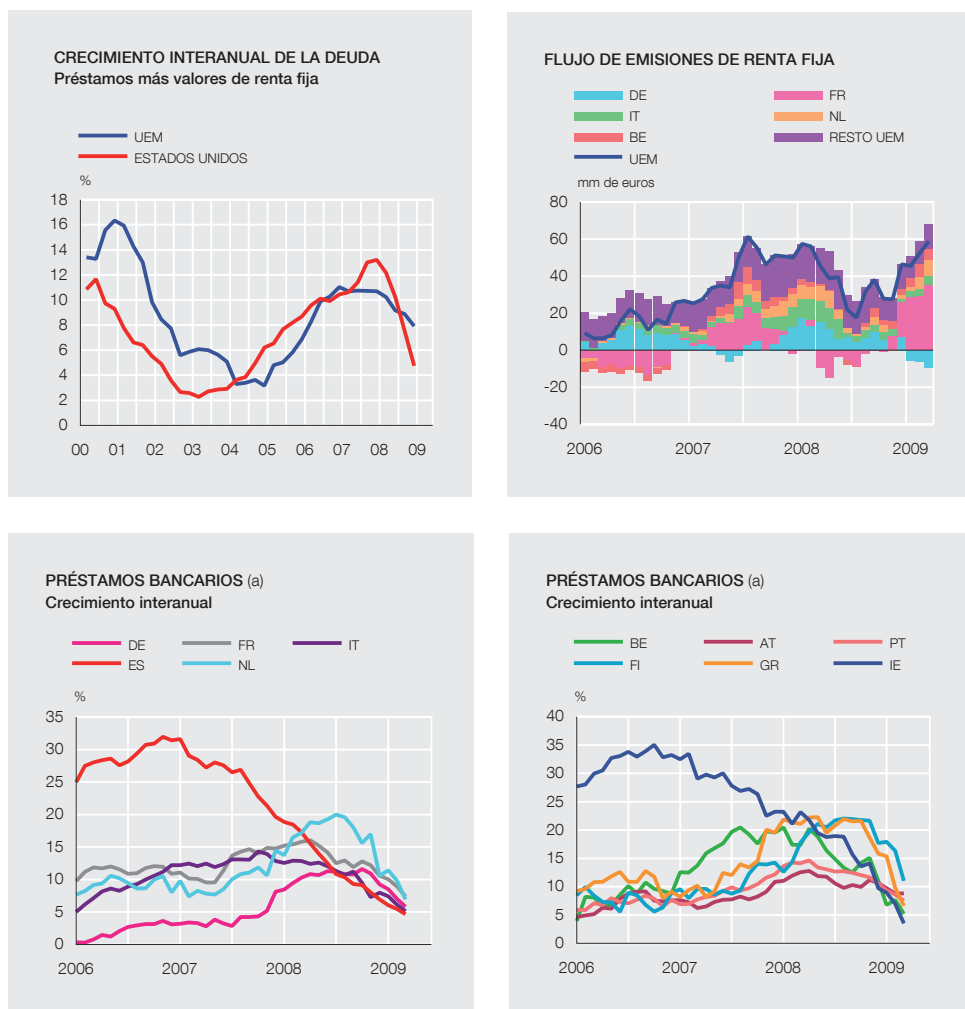
A pesar de las medidas de política económica, el fuerte deterioro de la actividad acabó provocando una acentuada desaceleración de la financiación a partir de octubre. En algunos meses los flujos de préstamos fueron negativos, aunque es preciso tener en cuenta que en esos mismos meses aumentó en algunos países la titulización de créditos. Recuérdese que el primer paso de esa titulización es la venta del préstamo por parte del banco y su adquisición por parte de la entidad titulizadora (que no es una entidad de crédito). De este modo, tiene lugar una contracción de los préstamos concedidos por las entidades de crédito cuya contrapartida es un aumento de los otorgados por los fondos de titulización, no un menor volumen de fondos disponibles para las empresas. La ralentización de la financiación bancaria fue particularmente intensa en los préstamos a corto plazo y también comenzó a ser más visible en las operaciones de importe elevado. Esta evolución contrastó con la evolución de las emisiones de renta fija a largo plazo, que se aceleraron, particularmente en países como Francia, Holanda y Bélgica, donde los flujos de préstamos presentaron una mayor atonía.

La evolución reciente por países

El comportamiento reciente de la financiación en el conjunto de la UEM ha sido muy similar al observado en Estados Unidos, con algunas especificidades. En Estados Unidos la desaceleración comenzó algo antes y ha sido más intensa; la tasa de crecimiento interanual se ha reducido a la mitad (4% a finales de 2008), siendo los préstamos el componente que partía de un mayor dinamismo y el que más se ha desacelerado (véase gráfico 4). Las empresas americanas mantienen una posición algo menos endeudada (76% del PIB, frente a más del 97% en la UEM), que se explica en parte por el mayor esfuerzo de desapalancamiento que tuvo lugar durante el período 2002-2004.

A nivel desagregado por países de la UEM, la posición de partida al inicio de las turbulencias financieras divergía sustancialmente, lo que ha condicionado también su diferente evolución posterior. Así, por un lado, tanto en España como en Irlanda el sector de empresas no financieras partía de elevadas cifras de crecimiento del crédito, que distaban sustancialmente de las de Alemania y, en menor medida, de las de Holanda. De hecho, en estos dos últimos países el endeudamiento de las empresas se aceleró en 2008, mientras que en España e Irlanda, donde a las turbulencias financieras vinieron a sumarse al ajuste del mercado inmobiliario interno, la deuda y, más en concreto, los préstamos bancarios continuaron con una marcada desaceleración, que había comenzado a finales de 2006 desde tasas comparativamente muy altas. Por su parte, el comportamiento de la deuda en Francia y en Italia ha mantenido hasta finales de 2008 unos ritmos de avance elevados, similares a los del conjunto de la UEM.

El caso alemán se diferencia bastante del promedio del área, como consecuencia, en primer lugar, de la situación financiera que habían alcanzado sus empresas tras el estancamiento económico del período 2003-2005 y de los esfuerzos de saneamiento realizados. Fruto de esos esfuerzos, las sociedades no financieras alemanas mostraban a mediados de esta década una ratio de endeudamiento claramente por debajo de la media del área. Partiendo de este nivel relativamente bajo, la deuda comenzó a acelerarse, coincidiendo con el inicio de las turbulencias financieras, hasta alcanzar en el tercer trimestre de 2008 tasas de crecimiento en el entorno del 8%. Los nuevos fondos fueron proporcionados principalmente por los bancos residentes alemanes (en 2000, sin embargo, la deuda empresarial creció principalmente sobre la base de la financiación exterior). También ayuda a entender este diferente comportamiento de



FUENTES: Banco Central Europeo y Reserva Federal.

a. Indicadores mensuales procedentes del balance bancario no ajustado por titulaciones.

las empresas alemanas el hecho de que en este país los tipos bancarios se incrementaron en menor medida que en otros países (50 pb, en comparación con los casi 85 pb de Francia y España, y los 100 pb de Italia), al tiempo que las fusiones corporativas mantuvieron un cierto dinamismo. En todo caso, el agravamiento del deterioro económico a partir del último trimestre de 2008 ha acabado debilitando también el crédito a las empresas en Alemania.

Conclusiones

Las empresas de la zona del euro mantienen una financiación predominantemente bancaria. Los préstamos suponen más del 90% de la deuda, de los cuales el 60% es concedido por bancos residentes y casi un 70% es a largo plazo, aunque en países como Italia la financiación a corto plazo es más destacada. Los valores de renta fija solo alcanzan un porcentaje significativo en países como Francia, donde se elevan al 20%.

Desde 2004 y hasta el verano de 2007 las empresas de la zona del euro disfrutaron de unas condiciones de financiación muy holgadas, que, junto con el dinamismo económico, propiciaron un elevado crecimiento de la financiación empresarial, y particularmente de los préstamos bancarios.

La crisis financiera global iniciada en el verano de 2007 provocó un brusco aumento de la aversión al riesgo y un endurecimiento de los criterios de financiación. Hasta octubre de 2008

la desaceleración del crédito a las empresas de la zona del euro fue gradual, más intensa en los países donde se venía produciendo un ajuste anterior, vinculado al ciclo del sector inmobiliario. Los descubiertos actuaron como colchones de liquidez en un contexto de condiciones más estrictas de acceso a nueva financiación, mientras que los préstamos de mayor tamaño también mantuvieron un notable dinamismo, a pesar de la caída en la actividad de fusiones y adquisiciones. También se observó un aumento de la demanda de financiación para existencias y capital circulante. Por otra parte, las dificultades para emitir en los mercados de capitales no se ha traducido en una sustitución significativa por préstamos bancarios y la necesidad de reestructurar deuda fue progresivamente ganando importancia como factor de demanda de nuevos fondos.

A partir de octubre de 2008, el impacto del agravamiento de la crisis financiera sobre el balance de los bancos elevó el riesgo de que una contracción de la oferta de financiación a la economía viniera a profundizar la crisis económica. Esta situación dio pie a una intervención urgente de los gobiernos en apoyo del sistema financiero, al tiempo que la desaparición de los riesgos inflacionistas permitió una relajación sustancial de la política monetaria. Aunque estas medidas contribuyeron a atenuar el impacto de la crisis financiera sobre los flujos de financiación, los préstamos a las empresas acentuaron notablemente su desaceleración —no así en el caso de las emisiones—. Esta desaceleración se explica por factores de oferta y demanda difíciles de distinguir, pero que, en ambos casos, están estrechamente vinculados al deterioro de la actividad económica y a sus efectos sobre las expectativas de prestatarios y prestamistas.

18.5.2009.

BILBIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). «La titulización en la zona del euro», *Boletín Mensual*, febrero.