

Este artículo ha sido elaborado por Eduardo Orellana y Ana del Río, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

En el conjunto de la eurozona, el sector bancario ha tenido tradicionalmente un papel muy destacado en la provisión de recursos financieros al sector privado. Esta característica constituye un rasgo distintivo frente a otras economías avanzadas, como las de Estados Unidos y Reino Unido, en las que los mercados de capital juegan un papel más relevante en la financiación de las empresas no financieras.

La función del sistema bancario como intermediario financiero está muy vinculada a su capacidad para aliviar los problemas de información asimétrica que son habituales entre prestamistas y prestatarios en las operaciones de crédito. La relación prolongada y personalizada de las entidades bancarias con su clientela les permite tener acceso a información muy relevante para la valoración de los riesgos y la elección y supervisión de los prestatarios. La dispersión de los inversores en los mercados, en cambio, hace que estas tareas sean más costosas e incluso inviables para los prestamistas.

El debate académico sobre la supremacía de un modelo con mayor protagonismo de los mercados de deuda frente a un sistema más bancarizado no es concluyente. Autores como Levine (2002) argumentan que no es la importancia de los mercados frente a los bancos lo que tiene una mayor influencia positiva sobre el crecimiento económico a largo plazo, sino el grado de desarrollo del sector financiero; particularmente, lo que concierne a sus marcos legales. No obstante, una de las lecciones de la crisis es que la economía de la zona del euro había adquirido un grado de dependencia del sector bancario muy elevado, que la situaba en una posición de gran vulnerabilidad. Langfield y Pagano (2015) consideran que el origen de esta fragilidad sería el elevado apalancamiento de los bancos y la prociclicidad en la oferta de crédito, que tiende a reaccionar de manera desproporcional a las variaciones en el nivel de actividad económica, particularmente cuando van acompañadas de fluctuaciones amplias en el precio de los activos. De hecho, la crisis desencadenó un largo e intenso proceso de desapalancamiento y de reequilibrio de los balances de la banca, en paralelo también a una profunda revisión del marco regulatorio a nivel global dirigida a lograr un sistema bancario más sólido y estable. Estos factores habrían incidido negativamente sobre la oferta de crédito durante estos años.

En estas circunstancias, las empresas no financieras de la eurozona comenzaron a cubrir sus necesidades de recursos externos de manera más intensa con la emisión de títulos de renta fija, mientras el crédito bancario se contraía. Esta sustitución de fuentes de financiación también se observó en otras economías avanzadas y tuvo lugar en un contexto de demanda de financiación débil, como consecuencia de la situación cíclica adversa, de la elevada incertidumbre económica y de los altos niveles de endeudamiento que el sector privado había acumulado en la etapa expansiva previa.

En este artículo se analiza el proceso de desintermediación que se ha producido en la financiación ajena de las empresas de la zona del euro durante la última crisis. El enfoque es a nivel agregado para el conjunto de las empresas no financieras, si bien cabe advertir que, en la práctica, los mercados de deuda corporativa no constituyen una vía de financiación

para todas estas compañías. En particular, las pymes dependen en gran medida de la disponibilidad del crédito bancario y de otras vías de financiación no bancaria que quedan fuera del ámbito de este artículo, como, por ejemplo, el arrendamiento financiero (o *leasing*, en inglés), el crédito comercial y otros canales informales.

El artículo se organiza de la siguiente manera. En el epígrafe segundo, se describe la evolución de las emisiones de empresas por países, calificación crediticia y tamaño de las emisiones, entre otras características. En el epígrafe tercero, se muestra el alcance del proceso de desintermediación en términos del peso adquirido por los valores de renta fija en la deuda total del sector, mientras que en el último epígrafe se analizan los factores que habrían impulsado la financiación a través de los mercados. El artículo concluye con unas breves conclusiones.

La evolución de las emisiones de renta fija de las empresas no financieras

Desde 2009, las sociedades no financieras de la zona del euro han recurrido de una manera relativamente intensa a la emisión de bonos para cubrir sus necesidades de financiación, al tiempo que los préstamos bancarios se contraían (véase gráfico 1.1). Acumulando los últimos siete años, los recursos netos obtenidos a través de las operaciones de valores de renta fija superaron el 5 % del PIB. En ese mismo período, en cambio, las empresas realizaron amortizaciones netas de préstamos bancarios por un importe del 3,2 % del PIB.

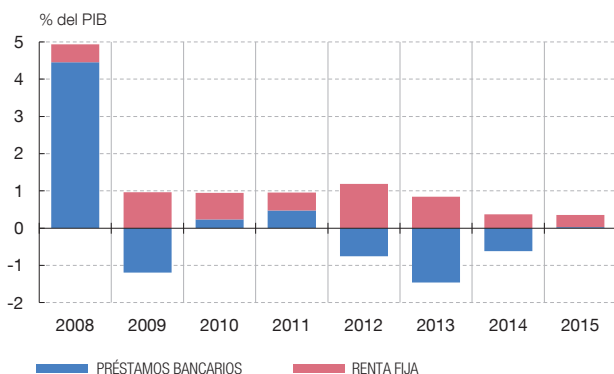
Desde una perspectiva histórica amplia, las emisiones de deuda negociable en los últimos años también han sido relativamente elevadas. Como recoge el gráfico 1.2, para las colocaciones con un plazo de vencimiento superior al año, durante el período 2009-2015, el volumen de emisiones brutas ascendió a 219 mm de euros, en términos anuales medios, frente a 100 mm entre 2003 y 2008, lo que supone un incremento de más del 100 %. Tras el repunte transitorio registrado en 2009, cuando se captaron 275 mm de euros en los mercados de renta fija, las emisiones recobraron un vigor destacable a partir del año 2012, coincidiendo con la recaída de la actividad económica en la eurozona y las tensiones en los mercados de deuda soberana, sucesos ambos con un notable impacto sobre el sector bancario.

Como puede observarse en el mismo gráfico, la mayor parte de las emisiones corporativas tienen grado de inversión; esto es, una calificación crediticia BBB/Baa o superior. Los bonos de mayor riesgo —también denominados «de alto rendimiento»— dejaron de emitirse en 2008, durante los momentos más críticos de la crisis financiera internacional, si bien a partir de 2012 experimentaron un crecimiento muy intenso, pasando a representar en el período más reciente más del 20 % del total de las emisiones. Detrás de esta dinámica podrían encontrarse comportamientos de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en un entorno de bajos tipos de interés, así como el aumento del número de empresas emisoras con esta calificación, en un contexto en el que la crisis económica ha conllevado un deterioro notable de la calidad crediticia del sector.

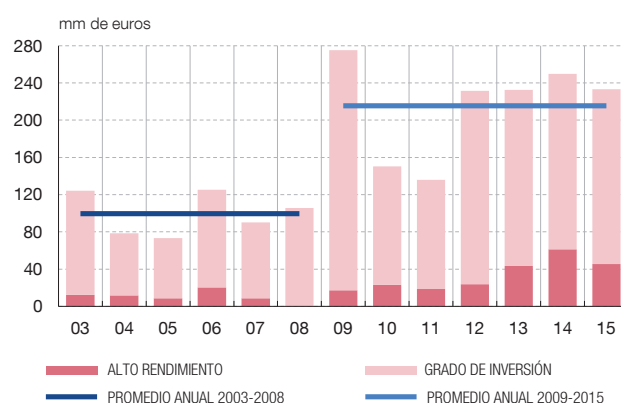
Como se ilustra en el gráfico 1.3, el aumento de la financiación en los mercados ha tenido un carácter generalizado entre los países de la UEM. No obstante, la importancia de las emisiones no es homogénea, siendo los países con mayor tradición de financiación basada en instrumentos de mercado —como Francia— los que han experimentado un incremento mayor.

El desglose de las emisiones en función de su tamaño no revela cambios significativos durante estos años, salvo en 2009, año en el que el volumen individual de nuevas operaciones

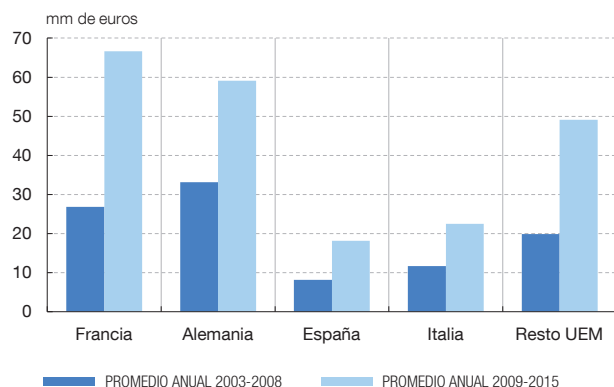
1 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y VALORES DE RENTA FIJA
Flujos netos (a)



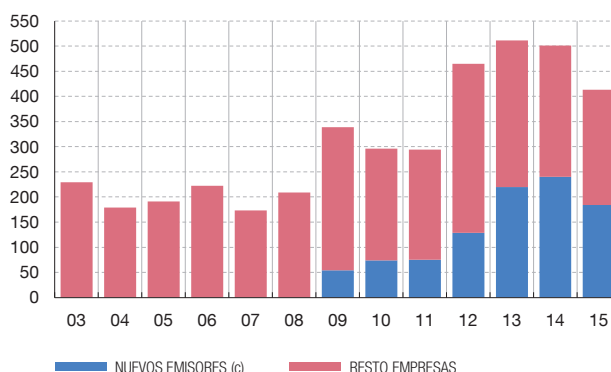
2 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (b)
Desglose por calificación crediticia



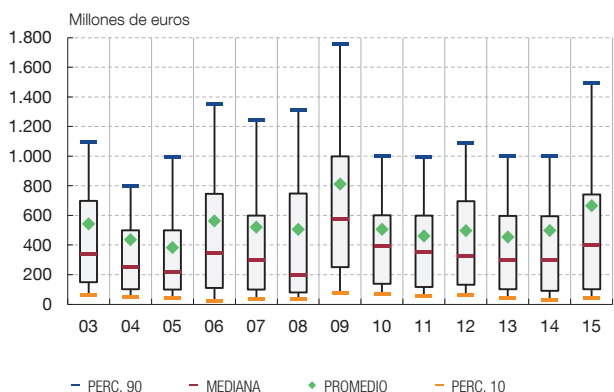
3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA POR PAÍSES (b)



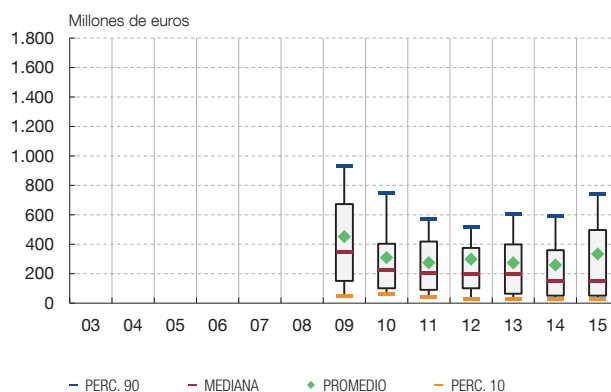
4 NÚMERO DE EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (b)



5 TAMAÑO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA (d)



6 TAMAÑO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA. NUEVOS EMISORES (c) (d)



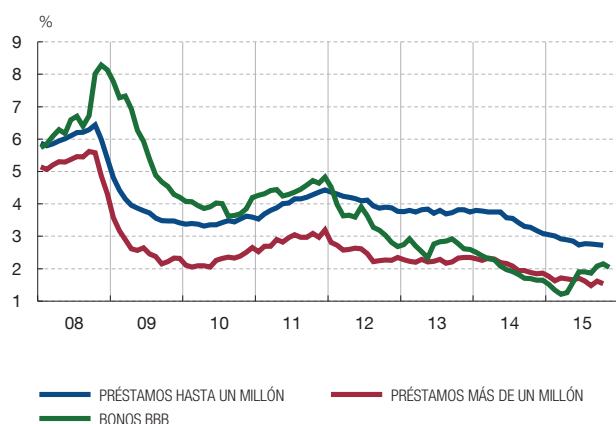
FUENTES: Dealogic, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Los préstamos bancarios están ajustados de titulización y transferencias.
- b La información de 2015 se completa acumulando los meses anteriores a 2015 necesarios para completar un año.
- c Se consideran como «nuevos emisores» las empresas que no han emitido entre 2003 y 2008.
- d Los bordes inferior y superior del rectángulo se corresponden con el percentil 25 y 75, respectivamente.

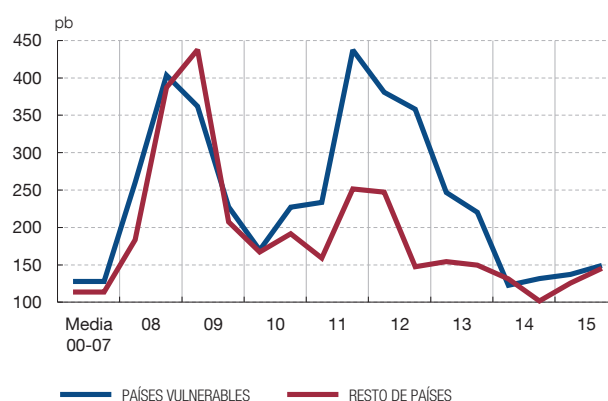
fue relativamente alto (véase gráfico 1.5). Con la excepción de dicho ejercicio, el crecimiento agregado de las emisiones se explica fundamentalmente por el aumento del número de operaciones, que fue especialmente notable a partir de 2012. Cabe destacar, además, que un

1 TIPOS DE INTERÉS

Nuevas operaciones de préstamos y rentabilidad de los bonos corporativos

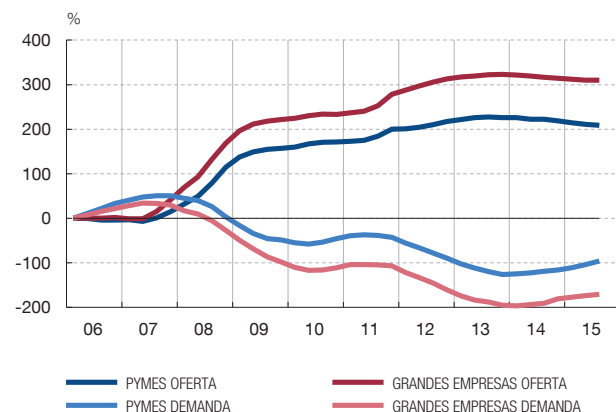


2 PRIMA DE RIESGO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA (a)



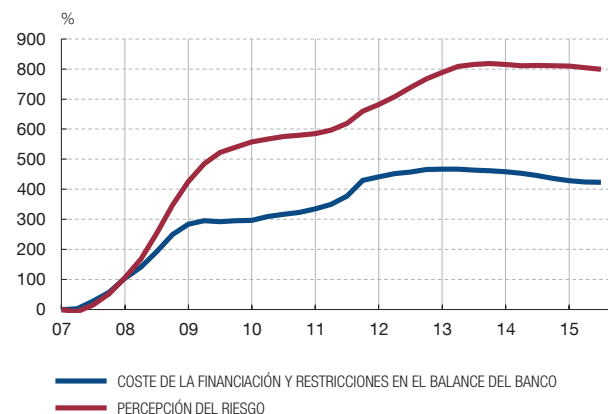
3 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

Variaciones acumuladas en la oferta y en la demanda



4 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. FACTORES DE OFERTA (c)

Variaciones acumuladas



FUENTES: Datastream, Dealogic y Banco Central Europeo.

- a Se utilizan datos individuales de Dealogic y se calcula en cada período el promedio del *Spread to benchmark* para emisiones con *rating* A-, BBB+ y BBB. Los países vulnerables son España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda. El resto de los países lo conforman Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, Finlandia y Luxemburgo.
- b Un crecimiento de la oferta significa criterios más restrictivos, y de la demanda significa aumento.
- c El factor «percepción del riesgo» es la suma de los resultados de los factores «expectativas generales» y «expectativas relativas a un sector concreto». El factor «coste de la financiación y restricciones en el balance del banco» es la suma de los resultados de los factores «liquidez de la entidad», «acceso a la financiación» y «costes relacionados con el nivel de capital».

porcentaje creciente de estas operaciones provino de nuevos emisores en el mercado, considerando como tales las empresas que no habían emitido entre 2003 y 2008. En particular, durante 2013 y 2014, por ejemplo, casi el 50 % de las colocaciones de este tipo de instrumento procedía de estas empresas. El análisis por países indica que la presencia de nuevos emisores se da de manera general desde 2012. Cuando se analizan los volúmenes de emisión de este grupo de empresas, se observa un tamaño relativamente pequeño, aunque no es posible distinguir si este hecho viene determinado por la propia novedad en la explotación de esta vía de financiación por parte de estas compañías o por el tamaño de la empresa (véase gráfico 1.6).

La apelación a los mercados de renta fija se ha producido en un contexto de evolución diferenciada del coste relativo de los préstamos y los bonos. Como se aprecia en el gráfico 2.1, aunque en 2008 hubo un encarecimiento relativo más intenso de la financiación a través de los bonos corporativos, la transmisión del tono extremadamente laxo de la política monetaria fue inicialmente más intensa en los mercados de deuda que en las condiciones

de los nuevos préstamos. De hecho, en marzo de 2014 —y por primera vez desde que se dispone de la estadística sobre tipos de interés de los préstamos (2003)— la rentabilidad de los bonos corporativos con *rating* BBB llegó a situarse transitoriamente por debajo de los tipos de interés de nuevos préstamos por importe superior a un millón de euros (utilizados fundamentalmente por las grandes empresas). Más recientemente, esta tendencia se ha revertido, lo que en parte estaría reflejando el impacto sobre las condiciones de los préstamos bancarios de las medidas no convencionales del Banco Central Europeo introducidas desde junio de 2014. Han existido, no obstante, brechas importantes en el coste de la financiación por países, tanto en los préstamos como en los bonos, derivadas no solo de las diferencias en el riesgo de crédito por áreas geográficas, sino también de la fragmentación financiera que se produjo en la eurozona a raíz de la crisis de la deuda soberana en 2011 y 2012. Así, como se ilustra en el gráfico 2.2, para las empresas no financieras de riesgo similar (*rating* A o BBB), el coste de las emisiones de deuda fue muy superior en los países más afectados por esta crisis, divergencias que se corrigieron posteriormente.

La estructura de la deuda de las empresas

El mayor recurso a las emisiones de valores de renta fija en un contexto de debilidad de los préstamos bancarios ha introducido una cierta recomposición de la tipología de deuda de las empresas no financieras en la UEM¹. De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo de pasivos en forma de títulos de renta fija alcanzó cerca del 12 % del PIB en el conjunto del área en el segundo trimestre de 2015, frente al 7 % de 2008. En cambio, los préstamos bancarios, que en 2008 representaban más del 50 % del PIB, han reducido su importancia unos 8 puntos porcentuales². El valor de otros préstamos representa un 46 %, en promedio, desde 2008.

En términos de peso sobre la deuda total, los valores de renta fija llegaron a representar algo más del 11 % a mediados de 2015 (frente a casi el 7 % en 2008), incremento que incorpora una ligera contribución positiva derivada del aumento del precio de los valores de renta fija en los mercados. Por países, existe cierta dispersión, siendo Francia, Portugal, Finlandia y Austria las economías donde los valores de renta fija tienen un mayor peso. La importancia de la financiación de mercado está todavía lejos de la que se observa en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el peso se encuentra en torno al 40 % y 30 % de la deuda total, respectivamente (véase gráfico 3)³.

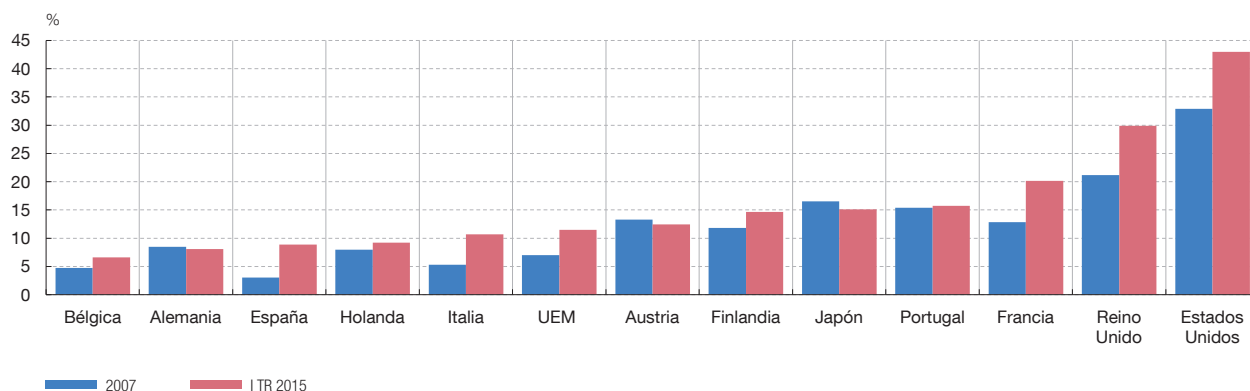
Es necesario mencionar que la estructura financiera que se desprende de los datos agregados de las Cuentas Financieras no se puede generalizar al conjunto del sector empresarial. Dicha estructura depende de múltiples factores; entre ellos, el coste relativo de las diversas fuentes de financiación, las características institucionales del sistema financiero y el tratamiento fiscal de los instrumentos. En el caso de las pymes, las restricciones que se derivan de su tamaño y de su menor capacidad para producir un flujo suficiente de información recurrente para los inversores hacen inviable, de manera mayoritaria, su financiación en los mercados. Estas barreras de entrada podrían contribuir a explicar, al menos en parte, que el peso de la financiación bancaria a nivel agregado sea mayor en países con una mayor presencia de pymes en su demografía empresarial.

1 El concepto de deuda que se utiliza es el de valores de renta fija más total de préstamos (incluidos los no bancarios, como, por ejemplo, los procedentes de no residentes, de empresas de *leasing* o de filiales). Se excluye el crédito comercial.

2 Esta cifra está corregida de las titulizaciones y otras transferencias realizadas por el sector bancario.

3 Si se excluye el sector *nonfinancial noncorporate business*, esta ratio asciende al 67 % en Estados Unidos. El sector *nonfinancial noncorporate* incluye los trabajadores por cuenta propia, que en las cuentas sectoriales europeas estarían considerados en el sector de los hogares.

PESO DE LA RENTA FIJA EN LA DEUDA (a)



FUENTES: Eurostat, Bank for International Settlements (BIS) y Banco de España.

a La deuda incluye valores de renta fija, préstamos bancarios y otros préstamos. Los datos provienen del BIS, a excepción de la UEM (Eurostat) y de España (Banco de España).

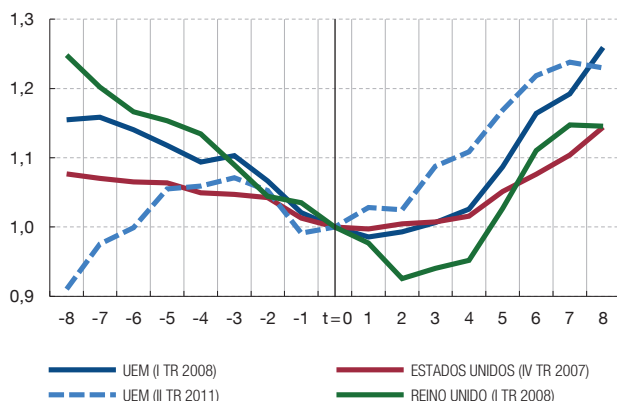
Una cautela necesaria en relación con la interpretación de los datos agregados de las Cuentas Financieras está relacionada con el hecho de que el peso de la financiación vía valores puede estar algo infravalorado si las compañías han recurrido a filiales no clasificadas en el sector de SNF para ejecutar las emisiones. Así, por ejemplo, en países como España o Alemania las empresas no financieras han utilizado filiales financieras o no residentes para emitir valores, canalizándose los recursos posteriormente al resto del grupo empresarial a través de un préstamo⁴.

Finalmente, cabe preguntarse si la recomposición de la deuda observada durante estos años se ajusta a las pautas observadas en episodios anteriores. Siguiendo el trabajo de Grjebine *et al.* (2014), el gráfico 4 analiza el comportamiento de la ratio de los valores de renta fija en el total de la deuda para las empresas no financieras en Estados Unidos, el Reino Unido y los países de la eurozona alrededor de distintos episodios de recesión. Concretamente, el gráfico presenta la evolución de esta variable durante los ocho trimestres anteriores y los ocho posteriores al inicio de las recesiones. Como puede observarse en los gráficos 4.1 y 4.2, durante la última crisis la desintermediación en la financiación ajena de las empresas ha sido una nota común en las tres áreas. En todas ellas el aumento de la ratio obedece a un incremento notable de las emisiones en un contexto de debilidad de los préstamos. Realizando el mismo ejercicio para las crisis pasadas (véanse los gráficos 4.3 y 4.4), se puede observar que este comportamiento constituye una regularidad empírica en Estados Unidos⁵, algo que no se desprende del análisis histórico para los países de la zona del euro. En efecto, agregando los países miembros de la zona del euro, solo se podría fechar una única recesión en el primer trimestre de 1992, en la que no se observó una recomposición de la deuda. El análisis desagregado por países permite analizar quince episodios de recesiones y, aunque el peso de los valores aumenta en alguno de ellos (por ejemplo, a principios de los 2000 en Alemania e Italia), no hay evidencia de desintermediación en las recesiones ni puede hablarse de un patrón diferenciado por países.

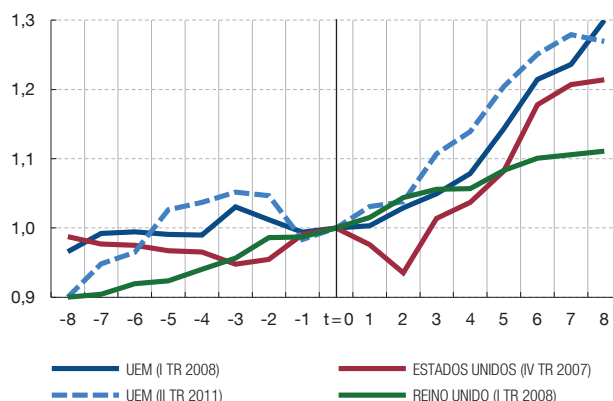
⁴ Los datos del gráfico 3 están corregidos de estos efectos para España.

⁵ En el caso del Reino Unido, la disponibilidad de los datos solo nos permitiría analizar una única crisis adicional, la de 1990, cuando también se produjo un aumento intenso de la ratio de valores de renta fija en la deuda.

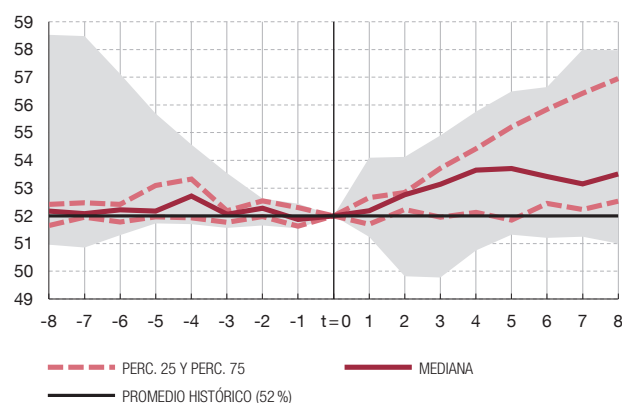
1 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE EL CRÉDITO TOTAL (b)
Última crisis



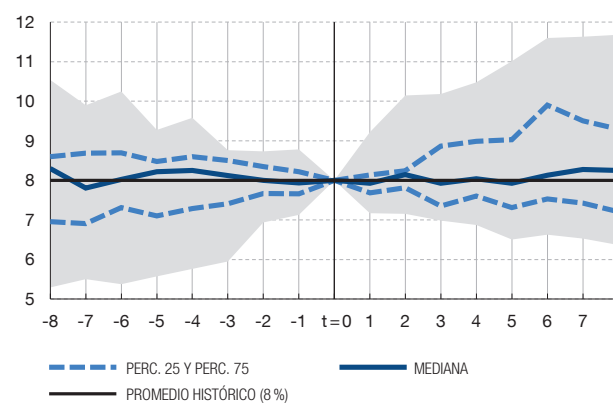
2 SALDO DE VALORES DE RENTA FIJA (b)
Última crisis



3 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE CRÉDITO TOTAL (c)
Histórico de crisis en Estados Unidos (1967-2006)



4 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE CRÉDITO TOTAL (c)
Histórico de crisis en los países de la UEM (1990-2006)



FUENTES: Bank for International Settlements, Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE), Office of National Statistics del Reino Unido, Reserva Federal de Estados Unidos y Banco de España.

- a Datos trimestrales. El comienzo de las recesiones se identifica con dos trimestres consecutivos de caída intertrimestral del PIB real, asignando el momento cero al máximo cíclico —trimestre anterior al comienzo de la recesión—. En Estados Unidos se considera el fechado del NBER desde 1980. La variable de deuda es la suma de valores de renta fija más préstamos totales para todas las áreas geográficas. Para Estados Unidos se emplea la información de las Cuentas Financieras del sector *non-financial corporate business*.
- b Para comparar entre áreas, las variables se normalizan al valor 1 en el máximo cíclico, que es, concretamente, el cuarto trimestre de 2007 para Estados Unidos, el primer trimestre de 2008 para la eurozona y el Reino Unido y el segundo trimestre de 2011 para la eurozona.
- c La variable está normalizada al valor promedio en los máximos cíclicos considerados y expresada en tanto por ciento. Se toman en total seis episodios de crisis para Estados Unidos y quince para los países de la UEM. Los países de la UEM considerados son Alemania, Francia, Italia, España, Holanda, Bélgica, Portugal y Finlandia. La zona sombreada engloba los valores de la ratio entre el mínimo y el máximo en los episodios analizados.

El papel de los mercados de renta fija como vía de financiación alternativa a la bancaria

El aumento de las emisiones de renta fija corporativa observado durante la crisis es difícil de conciliar con algunas de las teorías económicas más tradicionales que relacionan la composición de la financiación ajena de las empresas con su patrimonio neto o la calidad de sus proyectos. Bajo la hipótesis de que la financiación bancaria es relativamente más costosa⁶, las compañías que plantean menores problemas derivados de la información asimétrica frente a sus prestamistas —que suelen ser las de valor patrimonial más elevado o con proyectos de inversión menos arriesgados— se financiarían con emisiones de bonos. El resto de la población empresarial dependería en mayor medida de la financiación bancaria o se enfrentaría a restricciones al crédito [véase, por ejemplo, Repullo y Suárez

⁶ Esta hipótesis, habitual en la literatura, se deriva de los costes que supone el control de los prestatarios y de la mayor flexibilidad de la financiación bancaria.

(2000)]. En consonancia con estos planteamientos, durante las fases bajas del ciclo podría esperarse una pérdida de acceso a los mercados como consecuencia de la incidencia negativa de una recesión sobre la situación patrimonial de las empresas, lo contrario a lo observado durante la última crisis⁷.

Para explicar la desintermediación en la financiación empresarial durante la última crisis, la literatura económica ha puesto el foco sobre la oferta de los préstamos bancarios, concretamente sobre la contracción del flujo de crédito derivada del impacto de la crisis sobre la situación patrimonial de la banca, lo que también habría impedido una transmisión inicial más intensa del tono expansivo de la política monetaria (véanse gráficos 2.3 y 2.4). Para la zona del euro, Altavilla *et al.* (2015) han identificado estos factores específicos de las entidades bancarias a partir de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios y los vinculan con la contracción de los volúmenes de crédito y el impulso a la emisión de valores. La conexión entre las mayores emisiones corporativas y la contracción de la oferta de préstamos bancarios viene también apoyada por la evidencia directa que proporcionan Becker e Ivashina (2014) para el caso de Estados Unidos. Trabajos como el De Fiore y Uhlig (2015) han tratado de racionalizar esta evidencia en el marco teórico de un modelo de equilibrio general. A nivel microeconómico, Jiménez *et al.* (2012) ilustran, además, cómo la intensidad con la que la situación cíclica se traslada a la oferta de crédito vendría condicionada por la posición de solvencia y de liquidez de los bancos.

Aunque el endurecimiento en las condiciones de oferta de préstamos bancarios parece ser un determinante clave de este fenómeno, un factor adicional sería también el aumento de la demanda de bonos por parte de los inversores. En este sentido, los tipos de interés oficiales en niveles cercanos a cero y el progresivo encarecimiento de la deuda soberana en la mayor parte de la UEM habrían favorecido la demanda de inversiones en deuda corporativa, contribuyendo al creciente dinamismo de las emisiones de bonos de alta rentabilidad.

Si el desplazamiento hacia las emisiones de renta fija responde, al menos en parte, a una contracción de la oferta de crédito, podría esperarse que las empresas sin acceso a los mercados hayan tenido mayores dificultades para paliar los efectos recesivos derivados. Chava y Purnanandam (2011) encontraron evidencia en esta dirección utilizando el episodio de la crisis rusa del otoño de 1998 para el caso de Estados Unidos. Las empresas con mayor dependencia de la financiación bancaria tendían a experimentar una mayor pérdida de valor y de beneficios durante las crisis bancarias que las empresas con acceso a los mercados de valores. En este sentido también, Bentolila *et al.* (2015), para el caso español, concluyen que las empresas con financiación procedente de bancos con una posición patrimonial menos sana (que, por tanto, tuvieron que aplicar mayores restricciones a su oferta de crédito) experimentaron reducciones de empleo más intensas.

La experiencia durante la última crisis recalca, por tanto, la importancia de contar con mercados de deuda corporativa bien desarrollados y, en general, con vías de financiación empresarial alternativas a la bancaria, en especial para las empresas que, por restricciones de

7 Las implicaciones sobre el crédito bancario serían más inciertas. Por una parte, habría un desplazamiento hacia la financiación bancaria de aquellas empresas que dejan de acudir a los mercados o que necesitan mayor flexibilidad en sus condiciones de financiación. Por otra parte, la percepción de un mayor riesgo de crédito aumentaría el número de empresas con restricciones al crédito bancario. Las teorías de la banca relacional vendrían a mitigar esta última conclusión en la medida en que la relación que se crea entre el banco y su cliente a lo largo del tiempo genera una reputación y una confianza por ambas partes a la hora de mantener o renegociar ese canal de financiación, independientemente de la fase del ciclo económico

tamaño, normalmente presentan un elevado grado de dependencia del canal crediticio. En esta línea, se han promovido actuaciones en los últimos años, tanto a nivel nacional como europeo, dirigidas a fomentar la diversificación de fuentes de financiación empresarial. En el ámbito de la renta fija, cabe destacar, por ejemplo, el nacimiento de los mercados alternativos con condiciones de acceso más asumibles para las empresas de tamaño mediano. En 2010, se crearon plataformas dependientes de las bolsas alemanas —como BondM, de la Bolsa de Stuttgart—; en 2012, se lanzó el segmento de renta fija de Alternext, en el que participan las plazas bursátiles de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París, y en 2013 entraron en funcionamiento ExtraMOT PRO, lanzado por la Borsa Italiana, y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), gestionado por Bolsas y Mercados Españoles.

En este sentido, el proyecto en marcha más ambicioso es el de la creación de un Mercado Único de Capitales (MUC) para la Unión Europea. En septiembre se dio un paso importante en este sentido, con la publicación por parte de la Comisión Europea de un plan de actuación detallado, con el objetivo de que en el año 2019 las bases del MUC queden asentadas. El MUC pretende incrementar y diversificar las fuentes de financiación de las empresas, en especial de las pymes, movilizándolo mayores recursos financieros en la economía y generando un mayor desarrollo e integración de los mercados de capitales en Europa. En una unión monetaria, la integración de los mercados financieros es un elemento especialmente importante. La eliminación de barreras a las operaciones transfronterizas debería aumentar el potencial para una mayor diversificación de los riesgos y una mejor asignación de ellos en el conjunto de la UE, lo que conllevará beneficios para la estabilidad macroeconómica. Aunque el MUC es un proyecto a medio plazo, la CE propone actuaciones prioritarias a corto plazo, incluyendo el desarrollo de un marco regulatorio para el relanzamiento de las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas, lo que permitirá la transferencia de riesgo fuera del balance de los bancos y ampliará su capacidad de intermediar recursos hacia la economía.

Conclusiones

Desde 2009, las empresas no financieras del área del euro han recurrido intensamente a los mercados de capitales para financiarse. Este hecho se explica en gran medida por la entrada de un número creciente de empresas que durante los años previos no habían realizado emisiones.

El desplazamiento hacia los mercados de deuda corporativa ha sido más apreciable durante los momentos de mayor contracción del crédito bancario, particularmente en 2009 y en 2012. Este comportamiento ha sido generalizado por países dentro del área del euro, pero también se ha observado en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el peso de la financiación empresarial basada en los mercados de capitales es sensiblemente más elevado que en el caso de la UEM.

El crecimiento de la actividad emisora de las empresas en los últimos años ha sido, en gran parte, una respuesta a la contracción de la oferta del crédito en un contexto de crisis y desapalancamiento del sector bancario. No obstante, un factor adicional que también habría contribuido a la demanda de valores de renta fija privada es su mayor rentabilidad frente a instrumentos como la deuda pública, en un contexto de tipos de interés muy reducidos.

En cualquier caso, cabe esperar que el desarrollo de la financiación no bancaria no sea un proceso coyuntural, sino que se consolide en los próximos años. Por una parte, el acceso de nuevos emisores a los mercados contribuirá a generar una reputación por parte de estas compañías, con el consiguiente efecto moderador sobre los problemas de información

asimétrica, y a reducir los costes de sus emisiones en un futuro. Por su parte, el proyecto del Mercado Único de Capitales refleja el creciente interés de las autoridades europeas en fomentar el desarrollo de vías de financiación alternativas a la bancaria, en especial para las pymes, que contribuyan a mitigar los efectos negativos del carácter excesivamente procíclico del flujo de crédito bancario.

11.12.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTAVILLA, C., M. DARRACQ y G. NICOLETTI (2015). *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 1861, Banco Central Europeo.
- BECKER, B., y V. IVASHINA (2014). «Cyclicality of credit supply: firm level evidence», *Journal of Monetary Economics*, n.º 62, pp. 76-93.
- BENTOLILA, S., M. JANSEN, G. JIMÉNEZ y S. RUANO (2015). *When credit dries up: job losses in the Great Recession*, Documentos de Trabajo, n.º 1310, CEMFI.
- CHAVA, S., y A. PURNANANDAM (2011). «The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers», *Journal of Financial Economics*, n.º 99, pp. 116-135.
- DE FIORE, F., y H. UHLIG (2015). *Corporate debt structure and the financial crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 1759, Banco Central Europeo.
- GRJEBINE, T., U. SZCZERBOWICZ y F. TRIPIER (2014). *Corporate debt structure and economic recoveries*, Documentos de Trabajo, n.º 2014-19, CEPPII.
- JIMÉNEZ, G., S. ONGENA, J. L. PYEDRÓ y J. SAURINA (2012). «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, n.º 102, pp. 2301-2326.
- LANGFIELD, S., y M. PAGANO (2015). *Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth*, Documentos de Trabajo, n.º 1797, Banco Central Europeo.
- LEVINE, R. (2002). «Bank-based or market-based financial systems: Which is the better?», *Journal of Financial Intermediation*, n.º 11, pp. 398-428.
- REPULLO, R., y J. SUÁREZ (2000). «Entrepreneurial moral hazard and bank monitoring», *European Economic Review*, n.º 44, pp. 1931-1950.