

## El sector bancari i el mercat de capitals: la unió fa la força

El paper que exerceixen les entitats bancàries i els mercats de capitals com a mecanismes canalitzadors de l'estalvi cap a les oportunitats d'inversió va donar lloc a un intens i animat debat en els cercles acadèmics durant la dècada dels noranta, amb el focus en les bondats i en els inconvenients associats a les dues alternatives. En els anys posteriors a l'esclat de la Gran Recessió, aquest debat ha tornat a guanyar protagonisme, en especial a Europa, on s'ha forjat un cert consens sobre la conveniència d'impulsar el desenvolupament dels mercats de capitals i de reduir una dependència excessiva del finançament bancari a la zona de l'euro. El projecte impulsat per la Comissió Europea que contempla la creació d'una unió del mercat de capitals a Europa és una iniciativa en aquesta direcció. No obstant això, convé no reduir la qüestió de fons a un simple debat «bancs enfront de mercats de capitals», ja que les dues esferes del sistema financer són complementàries entre si i no tant alternatives contraposades.

Tradicionalment, la zona de l'euro i el Japó han estat clars exemples d'economies amb un elevat grau de bancarització: entre el 70% i el 80% del finançament aliè del sector corporatiu és de procedència bancària. El percentatge s'eleva fins al 85% en el cas de les petites i mitjanes empreses del continent europeu. En efecte, els mercats de capitals exerceixen un paper molt modest, ja sigui a través de l'emissió de bons o de la captació de capital (*equity*), en el patró de finançament del teixit empresarial europeu. En canvi, l'obtenció de fons procedents dels mercats de capitals i, en particular, del mercat de deute corporatiu és l'esquema de finançament predominant als EUA, i el finançament bancari només representa entre el 10% i el 15% del total dels recursos financers aliens del sector empresarial nord-americà. No obstant això, cal matisar que el reduït paper de la banca als EUA en termes de provisió de fons al sector privat presenta un cert biaix a la baixa, pel fet que no es tenen en compte els elevats volums de crèdit titulitzat originats per les entitats bancàries. Així i tot, les diferències amb l'experiència europea són també molt significatives si tenim en compte la reduïda apel·lació bancària de les petites i mitjanes empreses nord-americanes, que se situa en el 35%, en relació amb el 85% en el cas europeu. Considerant aquestes dades, han estat moltes les veus que, en els últims temps i des de diferents àmbits, han propugnat la conveniència de reduir de forma considerable el paper del sector bancari a la zona de l'euro i de delegar als mercats de capitals el gros de la mobilització de capital per satisfer les necessitats financeres empresarials.

No obstant això, aquestes propostes no sempre tenen en compte els efectes positius del finançament bancari en general i sobre la capacitat d'accedir al mercat de capitals. En primer lloc, l'activitat creditícia de les entitats bancàries va associada a un important procés de comparació i anàlisi de la capacitat i de la qualitat creditícia de les empreses, tant *ex ante* com al llarg de la relació entre el banc i el client. Fruit d'això i de la relació a llarg termini que, en molts casos, s'estableix entre les dues parts, l'asimetria d'informació sobre la solvència del deutor es veu reduïda i, de retruc, el seu cost de finançament.<sup>1</sup> En segon lloc, el monitoratge i la selecció dels projectes i de la destinació dels fons rebuts incentiven el reforç de les polítiques de governança empresarial, i això últim, al seu torn, tendeix a millorar la capacitat creditícia del conjunt del sector privat i, com en el cas anterior, a reduir-ne els costos de finançament. En paral·lel, la senyalització i la reducció d'asimetries d'informació que sorgeixen de l'extensió del crèdit bancari repercuteixen de forma favorable sobre les empreses que decideixen apel·lar al mercat de capitals per captar fons. En particular, les companyies que mantenen un cert grau de vinculació bancària aconsegueixen reduir els costos d'emissió de deute i *equity* en relació amb les empreses amb un grau de vinculació menor.<sup>2</sup> Així, doncs, els efectes derivats de l'activitat bancària tradicional van més enllà del propi àmbit bancari i transcendeixen el mercat de capitals.

Per la seva banda, les fortaleses dels mercats com a mecanisme de finançament són, principalment, dos. D'una banda, permeten la transferència del risc (*risk sharing*) entre agents en funció de les seves preferències i, en particular, de la seva tolerància al risc. De l'altra, quan els mercats en què es negocien els títols de deute o *equity* són prou líquids i la base inversora és àmplia, els costos de finançament empresarials tendeixen a disminuir. Això, normalment, requereix una dimensió mínima de l'empresa i de les emissions. La possibilitat de negociar valors al mercat secundari enriqueix el procés de formació de preus, ja que aquests últims reflecteixen, de forma aproximada i en absència de distorsions significatives, les expectatives agregades dels inversors sobre la viabilitat del projecte empresarial.

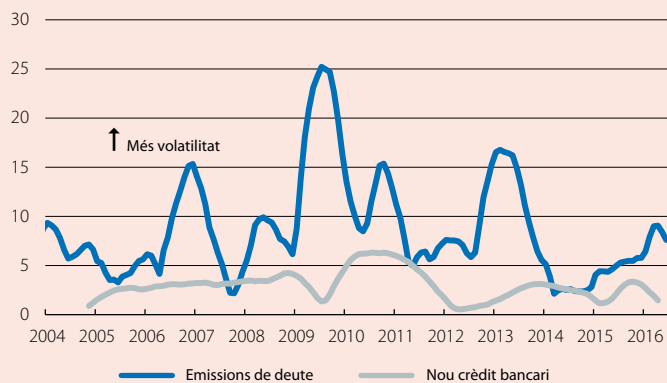
1. La literatura sobre el paper dels bancs en la reducció de les asimetries d'informació és molt extensa. El lector trobarà una referència interessant a Song, F. i Thakor, A. (2010), «Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets», *Economic Journal*.

2. Sobre aquesta qüestió, vegeu Drucker, S. i Puri, M. (2005), «On the benefits of concurrent lending and underwriting», *Journal of Finance*, i «Banks in capital markets», *Handbook of Corporate Finance*, vol. I (2007).

Així, doncs, els bancs i els mercats s'allunyen de la visió que tendeix a concebre'ls com compartiments estancs, ja que, a la pràctica, les dues alternatives estan estretament relacionades i són complementàries entre si.<sup>3</sup> Més encara si introduïm en l'anàlisi l'activitat de titulització, vincle natural entre la banca i els mercats. A més a més, a curt o a mitjà termini, difícilment els mercats de capitals poden jugar un paper substitutiu del finançament bancari, perquè l'accés de les empreses de la zona de l'euro als mercats de bons corporatius i *equity* és actualment molt limitat (en especial, a aquest últim). Això és degut tant a l'absència d'un marc operatiu, regulador i d'insolvències comú com a aspectes relacionats amb la predominança d'empreses de dimensions reduïdes a la zona de l'euro. Un estudi recent del Banc Mundial posa de manifest aquesta circumstància i revela que les empreses que emeten deute o capital són molt més grans que les que no ho fan.<sup>4</sup> En concret, els autors analitzen una mostra de 45.000 empreses de 51 països durant el període 2003-2011 i constaten que l'empresa mitjana emissora de capital dobla en dimensió (en termes d'actius totals) l'empresa mitjana no emissora. El contrast encara és més accentuat entre les empreses emissores de bons i les no emissores, ja que la immensa majoria dels fons captats a través de l'emissió de deute es concentren en unes poques empreses de gran dimensió.

### Zona de l'euro: volatilitat dels fluxos de finançament del sector corporatiu no financer \*

Coefficient de variació (%)



**Nota:** \* Bancs: fluxos corresponents a les noves operacions de crèdit bancari de la zona de l'euro al sector corporatiu no financer, acumulat de 12 mesos. Mercat de capitals: fluxos corresponents a les emissions de bons del sector corporatiu no financer de la zona de l'euro, acumulat de 12 mesos.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de Bloomberg.

D'altra banda, un major pes dels mercats de capitals no garanteix més estabilitat en el finançament disponible per a les empreses. Els bancs i els mercats de capitals incideixen de manera dispar sobre la naturalesa i la volatilitat del cicle econòmic i financer.<sup>5</sup> La severitat de la crisi econòmica a Europa després de l'esclat de la crisi financera és el principal argument dels qui prediquen les bondats d'un sistema orientat al mercat enfront dels perills d'un altre bancaritzat. No obstant això, a diferència dels mercats, la banca, si està ben capitalitzada, gaudeix de capacitat per absorbir xocs, la qual cosa contribueix a estabilitzar la provisió de crèdit i a suavitzar l'impacte d'aquests xocs sobre el conjunt de l'economia. A més a més, els costos i els volums de les emissions de bons i de capital exhibeixen una volatilitat elevada, i la liquiditat d'aquests mercats tendeix a drenar-se en episodis d'inestabilitat financera. Circumstàncies que podrien acabar tenint l'efecte oposat al desitjat: accentuar la prociclicitat del sistema financer i afectar negativament l'estabilitat financera i econòmica. En aquest sentit, l'anàlisi duta a terme per economistes del BIS mostra que la profunditat de les recessions normals (en termes de pèrdua de PIB) en economies bancaritzades és menor que en economies més basades en els mercats de capitals.<sup>6</sup>

En conclusió, lluny de ser alternatives purament competidores, els bancs i els mercats formen un binomi en què el desenvolupament d'una part redunda de forma positiva sobre l'altra. Iniciatives com la unió del mercat de capitals són oportunes, ja que, a llarg termini, complementaran el canal de finançament bancari. Més encara després de tots els esforços que s'han dut a terme per enfortir el sistema bancari de la zona de l'euro.

Carlos Martínez Sarnago

Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

3. En línia amb la tesi que sostenen diversos estudis, entre els quals destaca Levine, R. (2002), «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better?», *Journal of Financial Intermediation*.

4. Didier, T., Levine, R. i Schmukler, S. (2015), «Capital Market Financing, Firm Growth and Firm Size Distribution», Policy Research Working Paper, 7353, The World Bank.

5. Sobre la prociclicitat del sistema financer, vegeu Jódar-Rosell, S. i Gual, J. (2014), «La prociclicitat del sistema financer després de les reformes», Documents d'Economia de CaixaBank.

6. Gambacorta, L., Yang, J. i Tsatsaronis, K. (2014), «Financial Structure and Growth», *BIS Quarterly Review*, març del 2014.