

El sector bancario y el mercado de capitales: la unión hace la fuerza

El papel que desempeñan las entidades bancarias y los mercados de capitales como mecanismos canalizadores del ahorro hacia las oportunidades de inversión dio lugar a un intenso y animado debate en los círculos académicos durante la década de los noventa con el foco en las bondades e inconvenientes asociadas a ambas alternativas. En los años posteriores al estallido de la Gran Recesión, dicho debate ha vuelto a cobrar protagonismo, especialmente en Europa, donde se ha forjado cierto consenso en torno a la conveniencia de impulsar el desarrollo de los mercados de capitales y reducir una dependencia excesiva de la financiación bancaria en la eurozona. El proyecto impulsado por la Comisión Europea que contempla la creación de una unión del mercado de capitales en Europa es una iniciativa en esta dirección. Sin embargo, conviene no reducir la cuestión de fondo a un simple debate «bancos frente a mercados de capitales», ya que ambas esferas del sistema financiero resultan complementarias entre sí y no tanto alternativas contrapuestas.

Tradicionalmente, la eurozona y Japón han constituido claros ejemplos de economías con un elevado grado de bancarización: entre el 70% y el 80% de la financiación ajena del sector corporativo es de procedencia bancaria. El porcentaje se eleva hasta el 85% en el caso de las pequeñas y medianas empresas del continente europeo. En efecto, los mercados de capitales desempeñan un papel muy modesto, ya sea a través de la emisión de bonos o de la captación de capital (*equity*), en el patrón de financiación del tejido empresarial europeo. Por el contrario, la obtención de fondos procedentes de los mercados de capitales y, en particular, del mercado de deuda corporativa, es el esquema de financiación predominante en EE. UU. y la financiación bancaria tan solo representa entre un 10% y un 15% del total de los recursos financieros ajenos del sector empresarial estadounidense. No obstante, cabe matizar que el reducido papel de la banca en EE. UU. en términos de provisión de fondos al sector privado presenta cierto sesgo a la baja debido a que no se tienen en cuenta los elevados volúmenes de crédito titulizado originados por las entidades bancarias. Con todo, las diferencias con la experiencia europea son también muy significativas atendiendo a la reducida apelación bancaria de las pequeñas y medianas empresas norteamericanas, que alcanza el 35% frente al 85% en el caso europeo. Con estos datos en mente, muchas han sido las voces en los últimos tiempos que, desde distintos ámbitos, han propugnado la conveniencia de reducir considerablemente el papel del sector bancario en la eurozona y delegar en los mercados de capitales el grueso de la movilización de capital para satisfacer las necesidades financieras empresariales.

Sin embargo, dichas propuestas no siempre tienen en cuenta los efectos positivos de la financiación bancaria en general y sobre la capacidad de acceder al mercado de capitales. En primer lugar, la actividad crediticia de las entidades bancarias va asociada a un importante proceso de cotejo y análisis de la capacidad y calidad crediticia de las empresas, tanto *ex ante* como a lo largo de la relación entre el banco y el cliente. Fruto de lo anterior y de la relación a largo plazo que en muchos casos se establece entre ambas partes, la asimetría de información en torno a la solvencia del deudor se ve reducida y, con ello, su coste de financiación.¹ En segundo lugar, la monitorización y selección de los proyectos y del destino de los fondos recibidos incentiva el refuerzo de las políticas de gobernanza empresarial y esto último, a su vez, tiende a mejorar la capacidad crediticia del conjunto del sector privado y, como el caso anterior, a reducir los costes de financiación del mismo. En paralelo, la señalización y la reducción de asimetrías de información que surgen de la extensión de crédito bancario repercuten favorablemente en aquellas empresas que deciden apelar al mercado de capitales para captar fondos. En particular, las compañías que mantienen cierto grado de vinculación bancaria logran reducir sus costes de emisión de deuda y *equity* respecto a aquellas empresas con un grado de vinculación menor.² Así pues, los efectos derivados de la actividad bancaria tradicional van más allá del propio ámbito bancario y trascienden al mercado de capitales.

Por su parte, las fortalezas de los mercados como mecanismo de financiación son, principalmente, dos. Por un lado, permiten la transferencia de riesgo (*risk sharing*) entre agentes en función de sus preferencias y, en particular, de su tolerancia al riesgo. Por otro lado, cuando los mercados en los que se negocian los títulos de deuda o *equity* son suficientemente líquidos y la base inversora amplia, los costes de financiación empresariales tienden a disminuir. Ello normalmente requiere un tamaño mínimo de empresa y de emisiones. La posibilidad de negociar valores en el mercado secundario enriquece el proceso de formación de precios, ya que estos últimos reflejan, de forma aproximada y en ausencia de distorsiones significativas, las expectativas agregadas de los inversores sobre la viabilidad del proyecto empresarial.

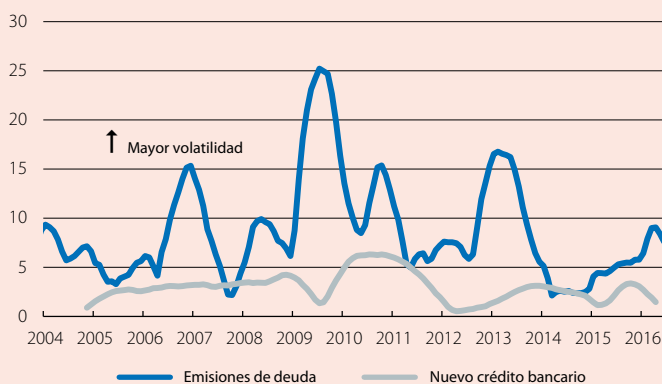
1. La literatura sobre el papel de los bancos en la reducción de las asimetrías de información es muy extensa. El lector encontrará una referencia interesante en Song, F. y Thakor, A. (2010), «Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets», *Economic Journal*.

2. Sobre esta cuestión, véanse Drucker, S. y Puri, M. (2005), «On the benefits of concurrent lending and underwriting», *Journal of Finance*, y «Banks in capital markets», *Handbook of Corporate Finance*, Vol. I (2007).

Así pues, bancos y mercados se alejan de la visión que tiende a conceptualizarlos como compartimentos estancos puesto que, en la práctica, ambas alternativas están estrechamente relacionadas y resultan complementarias entre sí.³ Más aún si introducimos en el análisis la actividad de titulización, vínculo natural entre banca y mercados. Además, a corto o medio plazo difícilmente los mercados de capitales pueden jugar un papel sustitutivo de la financiación bancaria porque el acceso de las empresas de la eurozona a los mercados de bonos corporativos y *equity* es actualmente muy limitado (especialmente a este último). Ello se debe tanto a la ausencia de un marco operativo, regulatorio y de insolvencias común como a aspectos relacionados con la predominancia de empresas de reducido tamaño en la eurozona. Un estudio reciente del Banco Mundial pone de manifiesto esta circunstancia y revela que aquellas empresas que emiten deuda o capital son mucho mayores que aquellas que no lo hacen.⁴ En concreto, los autores analizan una muestra de 45.000 empresas y 51 países en el periodo 2003-2011 y encuentran que la empresa mediana emisora de capital dobla en dimensión (en términos de activos totales) a la empresa mediana no emisora. El contraste es aún más acentuado entre las empresas emisoras de bonos y las no emisoras, ya que la inmensa mayoría de los fondos captados a través de la emisión de deuda se concentra en unas pocas empresas de gran tamaño.

Eurozona: volatilidad de los flujos de financiación del sector corporativo no financiero *

Coefficiente de variación (%)



Nota: * Bancos: flujos correspondientes a las nuevas operaciones de crédito bancario de la eurozona al sector corporativo no financiero, acumulado de 12 meses. Mercado de capitales: flujos correspondientes a las emisiones de bonos del sector corporativo no financiero de la eurozona, acumulado de 12 meses. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y Bloomberg.

menoscabar la estabilidad financiera y económica. En este sentido, el análisis llevado a cabo por economistas del BIS muestra que la profundidad de las recesiones normales (en términos de pérdida de PIB) en economías bancarizadas es menor que en economías más basadas en los mercados de capitales.⁶

En conclusión, lejos de ser alternativas puramente competidoras, bancos y mercados conforman un binomio en el que el desarrollo de una parte redundante de forma positiva sobre la otra. Iniciativas como la unión del mercado de capitales son oportunas, en tanto que vendrán a complementar a largo plazo el canal de financiación bancario. Más aún después de todos los esfuerzos que se han llevado a cabo para robustecer el sistema bancario de la eurozona.

Carlos Martínez Sarnago

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

3. En línea con la tesis que sostienen diversos estudios, entre los que sobresale Levine, R. (2002), «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better?», *Journal of Financial Intermediation*.

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

5. Sobre la prociclicidad del sistema financiero, véase Jódar-Rosell, S. y Gual, J. (2014), «La prociclicidad del sistema financiero tras las reformas», Documentos de Economía de CaixaBank.

6. Gambacorta, L., Yang, J. y Tsatsaronis, K. (2014), «Financial Structure and Growth» *BIS Quarterly Review*, marzo de 2014.