

26.02.2019

Intervención del gobernador

Bloomberg Capital Markets Forum Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Introducción

Quisiera comenzar agradeciendo a Bloomberg, su amable invitación para participar en la apertura del Bloomberg Capital Markets Forum Madrid.

En mi intervención me referiré en primer lugar al fenómeno de la desintermediación bancaria en España en el contexto europeo y discutiré sus principales implicaciones. Y en segundo lugar, me centraré en la importancia del proyecto de Unión del Mercado de Capitales como mecanismo privado de mitigación y compartición de riesgos en la UEM que, en conjunción con la Unión Bancaria, permitirán aumentar la estabilidad financiera en la eurozona.

La desintermediación bancaria en Europa y en España

Como es bien conocido, en los países de la Europa continental las entidades bancarias han desempeñado tradicionalmente un papel primordial en la intermediación de los flujos financieros de las economías. No obstante, en los últimos años se ha venido observando un aumento de la preferencia de las empresas europeas por financiarse en los mercados de capitales.

Así, la financiación con valores de renta fija ha pasado de representar el 8% de la deuda financiera total de las empresas europeas a finales de 2007 al 12% en el tercer trimestre de 2018.

España no ha sido ajena a estas tendencias globales de desintermediación bancaria, de modo que la proporción que representan los valores de renta fija sobre la deuda financiera del sector empresarial se ha elevado durante el mismo período en diez puntos porcentuales. Ello se ha reflejado en un descenso, desde 2010, de nueve puntos porcentuales en el peso que tienen las entidades bancarias dentro de los activos financieros totales del sector financiero.

Este incremento gradual de la financiación empresarial a través de los mercados de capitales mediante la emisión de valores de renta fija se explica por una serie de factores, algunos de naturaleza transitoria y otros con un carácter más estructural.

Entre los factores transitorios comunes a todos los países de la eurozona destaca la introducción en 2016 del Programa de Compras de Deuda Corporativa del Eurosistema, que forma parte del Programa de Compras de Activos. Este programa ha contribuido a fomentar la financiación de las empresas mediante emisiones de renta fija al reducir su coste con respecto al de la financiación bancaria. En todo caso, los análisis realizados por economistas del Banco de España muestran que este programa también contribuyó indirectamente a mejorar el acceso a la financiación bancaria de las pymes, ya que los bancos destinaron una proporción elevada de los recursos liberados con la amortización de los créditos de las empresas emisoras de valores a la financiación de las empresas de menor tamaño que no tienen acceso a los mercados de valores.

Tras el cese de las compras netas de activos desde principios de 2019, el Programa de Compras de Activos del Eurosistema sigue activo con la reinversión de los vencimientos de los valores adquiridos. Por tanto, cabría esperar que este programa siga favoreciendo la emisión de deuda corporativa.

Entre los factores más permanentes que el explican el auge de los mercados de capitales en Europa se encuentra, en primer lugar, la nueva regulación bancaria internacional introducida como respuesta a la crisis. Los nuevos requerimientos regulatorios para mejorar la resistencia de los bancos frente a las perturbaciones negativas contribuyen a reforzar la estabilidad financiera, pero también podrían limitar la capacidad de los bancos para competir en la intermediación de algunos flujos financieros.

En segundo lugar, cabe destacar la incidencia de los mercados alternativos de renta fija y de renta variable. El lanzamiento de estos mercados, que se orientan a atraer empresas de tamaño medio, también está contribuyendo al desarrollo de los mercados de capitales. Así, en España se ha desarrollado el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). En todo caso, el tamaño de estos mercados es aún reducido en la mayoría de países europeos.

En el futuro, esta tendencia hacia un mayor desarrollo de los mercados de capitales podría continuar si se avanza en el proyecto europeo de creación de una Unión del Mercado de Capitales al que me referiré más adelante.

Otro factor que podría apuntar en esa misma dirección es un potencial aumento del ahorro a largo plazo asociado al proceso de envejecimiento de la población, ya que, para este horizonte de inversión, los mercados de capitales pueden ser una opción comparativamente más atractiva que en el caso del ahorro a corto plazo.

Además, los avances tecnológicos podrían propiciar un aumento de la actividad de los nuevos competidores no bancarios con tecnologías innovadoras. Hasta ahora, la penetración de este tipo de agentes en el negocio de provisión de crédito es muy reducida en la mayoría de los países europeos. Las iniciativas como el *sandbox* regulatorio que se está diseñando actualmente en España, tienen como objetivo promover el surgimiento de este tipo de agentes.

La finalidad de estos entornos controlados de pruebas es proporcionar, con todas las cautelas de seguridad para los participantes y el sistema en su conjunto, un marco ágil que permita contrastar la viabilidad de los nuevos modelos de negocio basados en las nuevas tecnologías.

Asimismo, permitirán a la comunidad supervisora aprender sobre su funcionamiento y los nuevos riesgos asociados a los mismos. A cambio, gracias a este conocimiento más profundo, los supervisores podrán aplicar plenamente el principio de proporcionalidad contenido en las regulaciones en aquellos proyectos viables que puedan abandonar el espacio de pruebas.

Porque no deberíamos olvidar que este entorno de pruebas debe ser temporal, de forma que, para aquellos proyectos que resulten viables, impere el principio de una misma regulación para actividades y riesgos similares. En cualquier caso, actualmente resulta difícil de anticipar la evolución de estos nuevos agentes tecnológicos disruptivos.

Como todo proceso de cambio, la desintermediación bancaria traerá aparejados importantes beneficios para la sociedad, pero no está exenta de retos para las entidades bancarias, para el regulador y, por supuesto, para el propio Banco de España, como garante de la estabilidad financiera.

Entre los beneficios para los demandantes de fondos asociados a una estructura de financiación más diversificada se encuentran, por un lado, su mayor estabilidad frente a perturbaciones que afecten a instituciones concretas del sector financiero.

En efecto, la crisis financiera internacional puso de manifiesto las mayores dificultades de acceso a la financiación externa para aquellas empresas que dependían exclusivamente del crédito bancario frente a las que contaban con una estructura financiera más diversificada. Estos problemas fueron más acusados para aquellas empresas, principalmente pymes, que operaban con un número limitado de entidades bancarias que se habían visto más afectadas por la crisis, ya que las posibilidades de sustituir a sus prestamistas habituales por otros nuevos no siempre fue fácil debido a problemas de información asimétrica.

Por otro lado, el desarrollo de fuentes de financiación no bancaria puede también contribuir a facilitar la financiación de determinados proyectos de inversión, como, por ejemplo, los llevados a cabo por empresas innovadoras o de nueva creación, para los que la disponibilidad de crédito bancario puede ser más limitada. Debe tenerse en cuenta que la puesta en marcha de algunos de estos proyectos puede tener un impacto positivo sobre el crecimiento de la productividad de las empresas.

Por supuesto, estas ventajas para los demandantes de fondos pueden tener efectos positivos para el conjunto de la sociedad, en la medida en que redunden en un crecimiento económico más elevado y más estable.

Desde el punto de vista de los oferentes de fondos, la existencia de formas alternativas de materializar su ahorro podría resultar en combinaciones de rentabilidad y riesgo más atractivas para los distintos ahorradores, en función de sus necesidades y preferencias.

Para que los hogares y las empresas puedan beneficiarse plenamente de todas las ventajas que ofrece este proceso de desintermediación bancaria es necesario que cuenten con conocimientos financieros suficientes, algo en lo que el Banco de España, junto con otros organismos como la CNMV, está firmemente comprometido a través de programas de educación financiera como “Finanzas para todos”.

Obviamente, la desintermediación bancaria plantea algunos retos importantes para las entidades bancarias. La mayor competencia procedente de los intermediarios no bancarios puede afectar tanto al volumen de negocio como al margen de intermediación de los bancos. Esta potencial pérdida de ingresos es relevante en el momento actual, en el que los bancos presentan unos modestos niveles de rentabilidad, la economía se desacelera y la demanda de financiación del sector privado sigue débil.

Como respuesta a este entorno más competitivo y complejo, las entidades bancarias podrían adoptar distintas estrategias, tales como la mayor diversificación de sus ingresos, la contención de sus costes operativos y el aumento de la inversión en tecnología.

Desde el punto de vista de la regulación, el principal reto consiste en mantener el terreno competitivo equilibrado entre todos los participantes del sistema financiero, de forma que actividades similares se vean sometidas a un nivel de regulación comparable.

El Banco de España, como supervisor de las entidades bancarias y garante de la estabilidad financiera, también afronta retos específicos muy relevantes como consecuencia de este proceso de desintermediación bancaria.

En este nuevo entorno, es previsible que cambie la importancia relativa de los principales riesgos que afectan a la estabilidad financiera, con un aumento de los vinculados con los riesgos de mercado. Como consecuencia de ello, la supervisión y el análisis de los riesgos financieros originados fuera del sistema bancario y de las interconexiones entre las entidades bancarias y el resto de los participantes en el sistema financiero cobrarán mayor relevancia. Estas interrelaciones no solo se materializarán en posiciones cruzadas entre balances, o a través de las cuentas de resultados, sino que la similitud entre las carteras de distintos tipos de participantes también puede hacer que perturbaciones que afecten inicialmente a una institución o conjunto de instituciones específico puedan acabar afectando al resto.

En este sentido, debe tenerse en cuenta que el Banco de España es el responsable de la activación y desactivación de algunas herramientas macroprudenciales que la legislación ha introducido para mitigar el riesgo sistémico en el sector financiero. La mayoría de estos instrumentos se aplican casi de forma exclusiva a las entidades bancarias, por lo que una creciente desintermediación bancaria podría mermar su grado de efectividad general, en la medida en que otros participantes en el sistema financiero, a los que estas herramientas no fueran aplicables, realicen actividades similares a las de las entidades bancarias.

Para mitigar este riesgo, la próxima creación de una Autoridad Macroprudencial española ofrecerá el foro adecuado para que todos los supervisores del sistema financiero compartan sus análisis de riesgos y coordinen la respuesta más adecuada, sin dejar “huecos” que limiten su eficacia.

Mecanismos privados de mitigación de riesgos en la Unión Económica y Monetaria

En todo caso, hay que ser consciente de que para asegurar una mayor estabilidad en los sistemas financieros europeos no basta con la adopción de medidas a nivel nacional, sino que resulta preciso avanzar en un mayor nivel de desarrollo e integración de los mercados de capitales europeos para que, en conjunción con la Unión Bancaria, se refuercen los mecanismos de compartición y mitigación de los riesgos a escala de la zona del euro en su conjunto.

En este sentido, quiero destacar la importancia de los mecanismos privados de mitigación de riesgos. La crisis puso de manifiesto la escasa potencia estos canales en la Unión Económica y Monetaria respecto a otras uniones monetarias y que, además, estos se reducen, o incluso desaparecen, precisamente cuando más se necesitan.

Se estima que, en Estados Unidos, la propiedad transfronteriza del capital entre estados permite diluir el 40 % de las perturbaciones asimétricas que afectan a un estado entre el resto a través de los mercados de capitales privados. Sin embargo, en la zona del euro, esta dilución es de tan solo el 10 % debido al mayor sesgo nacional en las tenencias de activos.

El principal canal privado de dilución de riesgos actualmente en la UEM es el crédito de las entidades bancarias europeas que operan en distintos Estados miembros. Pero este canal

se torna inestable e incluso puede reducirse o desaparecer en situaciones de incertidumbre, debido al vínculo entre los Estados soberanos y sus bancos domésticos.

Como es sabido, en Europa los mercados de capitales están menos desarrollados y menos integrados que en Estados Unidos, y la financiación de las empresas en los mercados de acciones es muy limitada y, además, muestra un fuerte sesgo nacional.

En Estados Unidos, las tenencias transfronterizas de activos tienen un papel relevante en la mitigación de los shocks que afectan a un estado. Sin embargo, en Europa, este mecanismo es muy limitado.

Por ello, es crucial completar el proyecto de la Unión del Mercado de Capitales para lograr una mayor profundidad e integración de los mercados de capitales de la Unión Europea, que permita una mayor compartición de riesgos en los canales privados de la UEM y una menor dependencia de la financiación bancaria, lo que, sin duda, redundará en una mayor estabilidad del área del euro.

El objeto de este proyecto es proporcionar nuevas fuentes de financiación a las empresas y a un menor coste y, al mismo tiempo, atraer más inversión extranjera hacia la Unión Europea. Para alcanzar este objetivo, la Comisión Europea propuso un Plan de Acción en 2015 con más de 30 medidas para la construcción de un mercado integrado de capitales en la Unión Europea, que se completaría en 2019. Sin embargo, hasta ahora la implementación de esas medidas ha sido lenta e incompleta.

Se trata de un proyecto de largo alcance que requiere medidas muy diversas, entre las que se cuentan la creación de infraestructuras de mercado, la armonización de la regulación y la supervisión de los mercados y el fortalecimiento de las autoridades supervisoras europeas.

También es necesario avanzar en la armonización de los regímenes de insolvencias, tanto de los bancos como de las empresas no financieras, así como abordar aspectos como el sesgo a la financiación con deuda frente al capital existente en los sistemas tributarios de algunos países.

Además, este proyecto cobra especial relevancia en el contexto de la salida de la Unión Europea del Reino Unido, que actualmente desempeña un destacado papel como centro financiero europeo.

En el ámbito de la Unión del Mercado de Capitales se han adoptado algunas iniciativas para facilitar la financiación de aquellos segmentos con escaso acceso al crédito bancario. Un ejemplo lo constituyen los proyectos de innovación para los que se plantea el fomento de los fondos de capital riesgo.

También se han adoptado medidas para fomentar el uso de titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas para facilitar el crédito bancario a pequeñas empresas. Estos ejemplos son muestra de la complementariedad que existe entre los mercados bancarios y los mercados de capitales así como del refuerzo mutuo entre la unión bancaria y la unión del mercado de capitales.

En el ámbito de los mercados de acciones se han realizado avances para facilitar el acceso de las empresas a estos mercados. Además, se han llevado a cabo numerosos estudios para identificar las barreras a la inversión internacional.

Pero, para dotar de una mayor estabilidad a la UEM es preciso avanzar decididamente también en la integración bancaria europea. Un requisito esencial para contar con un mercado único de servicios financieros mayoristas y minoristas es lograr una banca paneuropea, lo que permitiría obtener tanto mejoras de eficiencia como reducción de costes en los servicios bancarios. Y, además, contribuiría a mejorar la estabilidad de la UEM frente a perturbaciones.

En este sentido, la culminación de la Unión Bancaria con sus tres pilares, y la consecuente creación de una banca paneuropea, permitirían también mitigar de forma sustancial el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario.

El avance ha sido significativo en los dos primeros pilares, el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución. Sin embargo, queda pendiente el tercer pilar, la creación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos.

En conclusión, en Europa, y en España en particular, se está produciendo en los últimos años un fenómeno de mayor desintermediación, que lleva asociado un papel más relevante de los mercados de capitales a la hora de proveer financiación a la economía y canalizar el ahorro de los ciudadanos. En paralelo, se está produciendo un cambio tecnológico que está favoreciendo este fenómeno y que está propiciando la creación de nuevos servicios y riesgos que deben ser afrontados por la comunidad supervisora.

Con el fin de aprovechar estas tendencias de mercado para favorecer la solidez y estabilidad de la Unión Económica y Monetaria, se requiere avanzar decididamente en la mayor integración europea de los mercados bancarios así como fomentar el desarrollo e integración de los mercados de capitales en el conjunto de la Unión.

Muchas gracias.