

13.02.2020

**Reflexiones sobre la estabilidad financiera global y la Unión de los
Mercados de Capitales***

Conferencia anual de los mercados de capitales en España /AFME (Asociación
de Mercados Financieros de Europa) y AEB (Asociación Española de Banca)

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

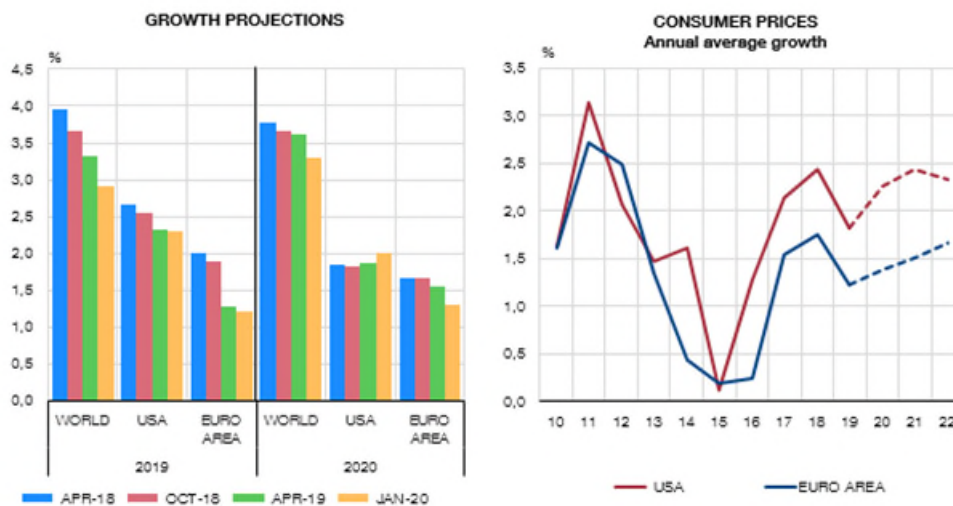
Buenos días.

Permítanme comenzar expresando mi agradecimiento a José María Roldán, presidente de la Asociación Española de Banca (AEB), y a la Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME), representada hoy por Rick Watson y Richard Hopkin. Ellos son los organizadores de esta 11ª edición de la *Spanish Capital Markets Conference* y quienes me invitaron a intervenir hoy en este foro. Es un placer para mí compartir con ustedes algunas reflexiones sobre cuestiones relacionadas con el entorno en el que operan los mercados financieros.

Voy a comenzar mi intervención ofreciendo una amplia panorámica de los principales riesgos para la estabilidad financiera mundial y de las diversas medidas que los responsables de las políticas económicas podrían adoptar para mitigarlos. Después, analizaré la evolución reciente y el camino que queda por recorrer en relación con la Unión de los Mercados de Capitales europeos.

Situación actual de la estabilidad financiera mundial

DETERIORATION IN THE GLOBAL AND EURO AREA GROWTH OUTLOOK, PERSISTENTLY LOW INFLATION IN THE EURO AREA



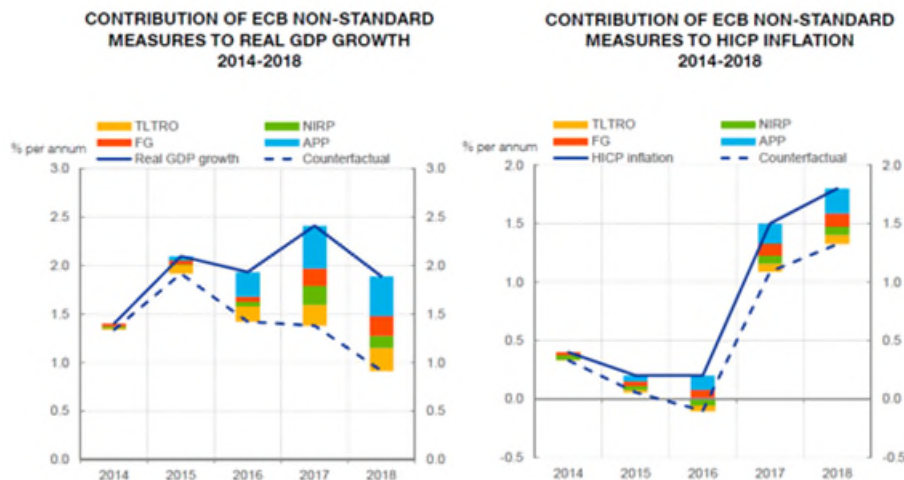
Source: IMF

Las perspectivas económicas globales se deterioraron en 2019. De hecho, se prevé que el crecimiento del PIB mundial del pasado año haya sido el más bajo desde la crisis financiera internacional; además, el balance de riesgos para este crecimiento siguió orientado a la baja, fundamentalmente como consecuencia de una incertidumbre geopolítica persistentemente elevada. La revisión a la baja de las previsiones económicas a lo largo del pasado año fue generalizada, pero afectó especialmente al área del euro y a las economías emergentes.

En este contexto, los bancos centrales reaccionaron volviendo a relajar las condiciones monetarias. En el área del euro, en la reunión de septiembre del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), acordamos poner en marcha una serie de medidas, entre ellas reducir en 10 puntos básicos (pb) el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito y situarlo en el -0,50%, reforzar las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) y mejorar las condiciones de financiación de las operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III). También decidimos reanudar las compras netas en el marco del programa de compra de activos a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre, sin un límite temporal definido.

Esta acomodación monetaria global adicional está sirviendo para estimular el crecimiento y la inflación. Por ejemplo, el FMI afirma, en la última edición de sus Perspectivas de la economía mundial (WEO), que «*sin ese estímulo monetario, la estimación del crecimiento mundial en 2019 y la proyección para 2020 habrían sido 0,5 puntos porcentuales más bajas en cada uno de esos años*».

THE MONETARY STIMULUS MEASURES HAVE BEEN EFFECTIVE IN BOOSTING GROWTH AND INFLATION IN THE EURO AREA



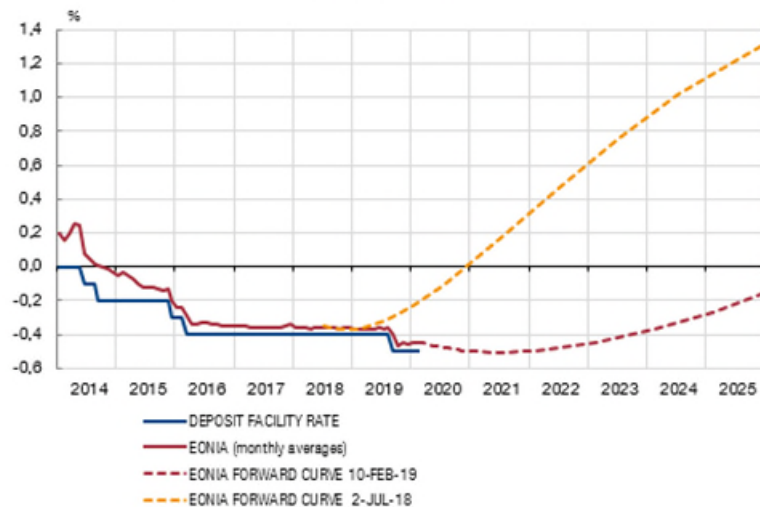
Source: Rostagno, Altavilla, Carboni, Lemke, Motto, Saint-Guilhem, Yiangou (2019), forthcoming.
 Notes: The chart shows the impact of ECB non-standard measures on macro variables based on a macroeconomic model with financial variables conditioning on their estimated impact on the yield curve.

En el caso del área del euro, se estima que las medidas adoptadas por el BCE desde 2014, incluidos los tipos de interés negativos, han sido fundamentales para relajar las condiciones financieras y, en última instancia, para estimular el crecimiento y la inflación. Nuestro análisis muestra que la introducción del paquete de medidas aprobado en septiembre ha servido para apuntalar unas condiciones de financiación favorables para todos los sectores de la economía. A su vez, la disminución de los costes de financiación de los hogares y las empresas está favoreciendo el gasto en consumo y la inversión empresarial. Esto respaldará la expansión del área del euro, la acumulación de presiones inflacionistas internas y, por consiguiente, la sólida convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo a medio plazo.

No obstante, los datos más recientes del área del euro indican que, tras cierta estabilización del crecimiento en el tercer trimestre, la actividad sigue siendo moderada y frágil, con un crecimiento del PIB del 0,1 % en el cuarto trimestre y tasas negativas en Francia e Italia. Del mismo modo, después de que el balance de riesgos para las perspectivas de crecimiento del área del euro mejorara ligeramente, gracias a la aparente disminución de la incertidumbre sobre el comercio internacional, el brote de coronavirus en China —con un impacto negativo en la economía mundial que todavía resulta difícil de cuantificar— ha agravado otros factores geopolíticos y las vulnerabilidades en los mercados emergentes, por lo que se mantiene el sesgo a la baja de este balance de riesgos.

THE CURRENT ENVIRONMENT OF LOW INTEREST RATES IS LIKELY TO PERSIST

INTEREST RATES AND EONIA FORWARD CURVES



Sources: European Central Bank and Thomson Reuters Datastream.

En este contexto, se espera que la política monetaria continúe siendo muy acomodaticia durante un período de tiempo prolongado, con el fin de respaldar una sólida recuperación de la inflación hacia nuestro objetivo a medio plazo. En particular, nuestras indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE asegurarán un ajuste de las condiciones financieras acorde con la evolución de las perspectivas de inflación. Y, en cualquier caso, el Consejo de Gobierno sigue estando preparado para ajustar todos sus instrumentos de la forma adecuada, con el fin de asegurar que la inflación avance hacia su objetivo de manera sostenida, conforme a nuestro compromiso de simetría.

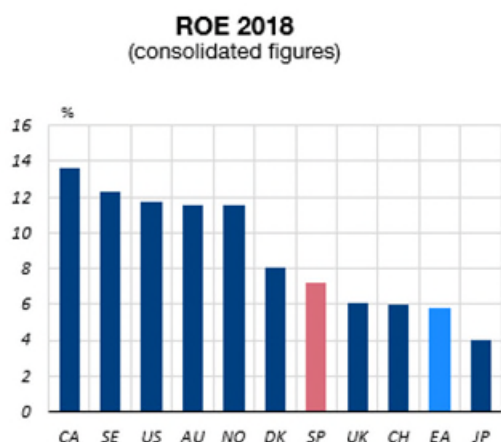
En el contexto actual de bajo crecimiento, inflación reducida y, por ende, escenario de tipos de interés «bajos durante un período más prolongado», otras políticas —en particular, la política macroprudencial y la supervisión microprudencial— tendrán que seguir alerta y dispuestas a afrontar y mitigar cualquier fuerza futura que plantee un reto para la estabilidad financiera. Me refiero a retos relacionados, en particular, con las repercusiones que el escenario de tipos de interés «bajos durante un período más prolongado» pueda tener en la rentabilidad de los intermediarios financieros en general, y de los bancos en particular, y en su actitud ante la asunción de riesgos.

Además, en estos momentos los intermediarios financieros se enfrentan a una serie de factores de incertidumbre relativamente nuevos, como el aumento simultáneo de normas, tecnologías y agentes de mercado nuevos, en un contexto de creciente inquietud en torno a cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Junto con estos factores novedosos, están surgiendo también nuevos riesgos, que van desde los ciberriesgos y los riesgos relacionados con los criptoactivos, hasta el riesgo legal y de malas prácticas, pasando por los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático y los relacionados con el arbitraje regulatorio. Tanto los reguladores como los agentes de mercado están empezando ahora a aprender cómo se pueden afrontar y gestionar todas estas nuevas amenazas.

Me gustaría compartir con ustedes mis reflexiones sobre algunos de los riesgos que he mencionado, para pasar luego a proponer algunas medidas de política que las autoridades podrían contemplar para tratar de mitigarlos.

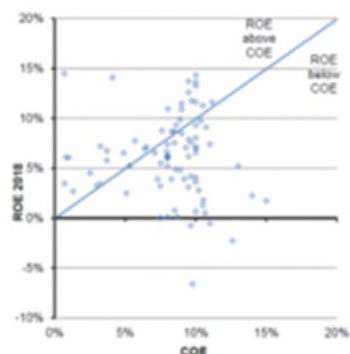
- **Baja rentabilidad de las entidades de crédito**

LOW BANK PROFITABILITY



Source: Banco de España, ECB, Federal Reserve, SNL and Finanstilsynet.

EU banking sector profitability and cost of equity



Source: Enria (September 2019), "Post-crisis repair and the profitability malady".

Comenzando por la reducida rentabilidad de los bancos, quisiera hacer hincapié en tres mensajes. En primer lugar, se trata de un problema más regional que global. De hecho, los ratios de rentabilidad de las entidades de distintos países presentan una acusada heterogeneidad. Por ejemplo, la rentabilidad de los recursos propios (ROE) de los bancos de crédito canadienses, suecos y estadounidenses es relativamente elevada. En cambio, los bancos de Japón y del área del euro se sitúan en la parte baja de la distribución. Además, en el caso de las entidades europeas, la rentabilidad de los recursos propios no solo es muy inferior a la registrada antes de la crisis, sino que también es más baja que su coste del capital (COE).

Obviamente, esto puede tener consecuencias negativas para la estabilidad financiera. En pocas palabras, la escasa rentabilidad limita la capacidad de los bancos para generar colchones de capital orgánicamente y, por consiguiente, su capacidad para absorber perturbaciones adversas. Al mismo tiempo, los bajos rendimientos pueden llevar a las entidades a adoptar arriesgadas estrategias de búsqueda de rentabilidad.

El segundo mensaje que quiero transmitirles es que *hay que ser prudentes a la hora de establecer una relación causal simplista entre la baja rentabilidad y la política monetaria*. Tomemos por ejemplo el caso de Suecia, donde el Riksbank ha aplicado una política de tipos de interés negativos desde 2015 hasta hace muy poco y cuyos bancos, sin embargo, presentan ratios de rentabilidad relativamente elevadas. En términos más generales, los tipos de interés bajos o incluso (ligeramente) negativos suelen tener dos efectos contrapuestos sobre la rentabilidad bancaria: por un lado, pueden ejercer presión a la baja sobre los márgenes de intermediación unitarios, pero, por otro, estimulan la demanda de préstamos, mejoran la calidad crediticia y generan plusvalías en las carteras de valores de los bancos.

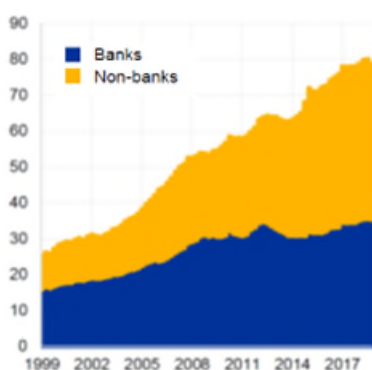
Es fácil apreciar los distintos canales a través de los cuales los tipos de interés bajos (e incluso negativos) contribuyen a impulsar el crecimiento económico y a sanear los balances de las entidades de crédito. Pero no se puede descartar la posibilidad de que, si perdura lo suficiente, este escenario puede terminar deteriorando la rentabilidad de los bancos y la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario. Precisamente por eso, el BCE introdujo el pasado mes de septiembre un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas bancarias. De cara al futuro, conviene seguir muy atentos para detectar cualquier efecto no deseado que los tipos de interés bajos puedan tener en el sistema bancario.

Mi tercer mensaje es que *los bancos, sobre todo los europeos, deberían redoblar sus esfuerzos para adaptar sus modelos de negocio a fin de poder ser rentables*. Por ejemplo, las entidades necesitan mejorar su eficiencia, ya sea mediante la reducción de costes, una mayor concentración o reestructuración, o la digitalización y la adopción de nuevas tecnologías —factores, todos ellos, bastante ajenos a la política monetaria—. También deben diversificar sus fuentes de ingresos. Un ejemplo de ello es la satisfactoria diversificación geográfica llevada a cabo por algunos bancos españoles antes de la crisis, que no solo les ayudó a sobrellevar la fase contractiva, sino que todavía representa una creciente fuente de ingresos. Los bancos también pueden diversificar sus ingresos reduciendo su dependencia del margen de intermediación e incrementando otras fuentes de ingresos no relacionadas con los intereses. Por último, también deberían acelerar la reducción de sus carteras de préstamos dudosos.

- Excesiva asunción de riesgos

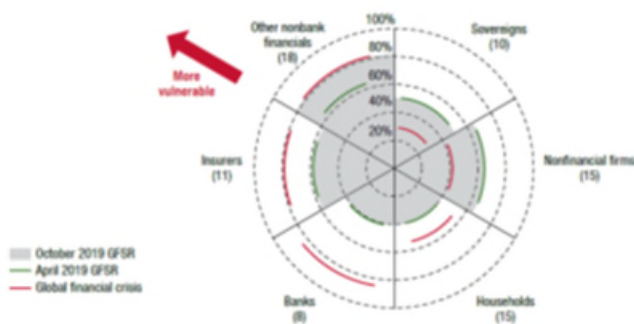
A GROWING NON-BANK FINANCIAL SECTOR, ...

Banks' and non-banks' financial assets in the euro area
(€ trillion)



Source: *ECB Financial Stability Review (May 2019)*.

Proportion of systemically important economies with high vulnerabilities, by sector
(% of countries with high and medium-high vulnerabilities, by GDP; number of countries in brackets)

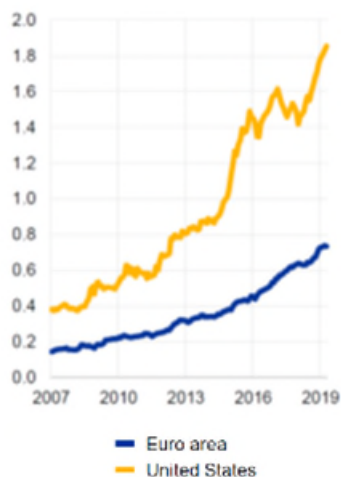


Source: *IMF Global Financial Stability Report (October 2019)*.

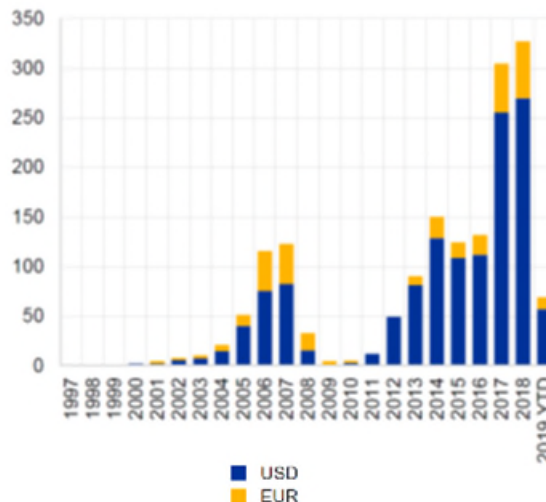
La estabilidad financiera mundial no solo se ve amenazada por la evolución del sector bancario. Dado que intermediarios no bancarios desempeñan un papel cada vez más importante en el sector financiero, los riesgos asociados a sus actividades están adquiriendo un carácter cada vez más sistémico. De hecho, el proceso de desintermediación bancaria se ha acelerado en el área del euro desde la crisis financiera mundial y actualmente las entidades no bancarias poseen más activos financieros que los bancos. De la misma forma, aproximadamente el 50 % de las exposiciones transfronterizas del mundo tienen ahora una contraparte no bancaria, cuando esta cifra rondaba solo el 35 % en 2008.

Asimismo, aunque el nivel de vulnerabilidades asociadas a los bancos sigue siendo muy inferior al del período previo a la crisis, ciertos segmentos del sector financiero no bancario presentan niveles particularmente elevados, similares, de hecho, a los observados antes de la crisis. Algunas de estas vulnerabilidades pueden tener su origen en el entorno de tipos de interés bajos durante un período prolongado, que podría estar fomentando que algunos intermediarios financieros no sujetos a los estrictos requisitos prudenciales de los bancos asuman excesivos riesgos en una incesante búsqueda de rentabilidad. En línea con este patrón, en varias economías avanzadas, aparece una cierta sobrevaloración de activos en mercados financieros clave, como los de renta variable y de deuda de alta rentabilidad, así como en los mercados inmobiliarios.

**Euro area and US non-financial
BBB-rated corporate debt**
(€ trillion)



CLO issuance
(USD billion)



Source: *ECB Financial Stability Review (May 2019)*.

Esa misma búsqueda de rentabilidad puede haber impulsado también un incremento del apalancamiento en empresas que presentan riesgos relativamente altos. Así, durante los últimos años se ha producido un rápido aumento del volumen de deuda corporativa con calificación de grado de inversión más baja, que es vulnerable a rebajas de la calificación crediticia y, por lo tanto, puede quedar fuera de la categoría de grado de inversión en caso de desaceleración económica. Durante los últimos años también se ha producido un espectacular incremento de *collateralised loan obligations* (CLOs). En este sentido, existe una creciente preocupación por la calidad de los préstamos apalancados (es decir, préstamos concedidos a empresas muy endeudadas) que se agrupan para crear las CLOs, una cuestión que reviste especial importancia en el caso de los tramos inferiores. Así pues, cualquier sorpresa negativa en el ámbito macroeconómico o de las expectativas de política monetaria podría tener un impacto sustancial en las valoraciones de mercado y, en términos más generales, en la estabilidad financiera mundial.

¿Qué se podría hacer para minimizar los riesgos asociados a esta evolución? Sin duda, debe vigilarse la acumulación de deuda. También es necesario reconsiderar la regulación y la supervisión del sector financiero no bancario. Pese a algunas mejoras recientes, cabe señalar que, en comparación con el sector bancario, no disponemos de información suficiente sobre las actividades de los intermediarios financieros no bancarios, ni conocemos lo bastante su interconexión con otros agentes de mercado. Asimismo, carecemos de herramientas de política macroprudencial sistemáticamente probadas que puedan utilizarse para hacer frente a los riesgos que ya se han detectado en este segmento del mercado. Por todo ello, avanzar en esta dirección es sumamente importante.

«Nuevos» riesgos

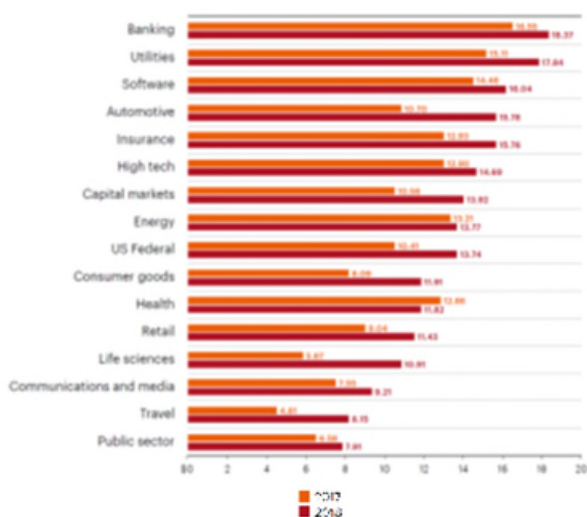
Es evidente que los riesgos para la estabilidad financiera global derivados de la baja rentabilidad del sector bancario y de la búsqueda de rentabilidad por parte de distintos participantes en el mercado deben estar sujetos a un seguimiento estrecho y abordarse en el futuro.

Con todo, como he mencionado, en un mundo que cambia con rapidez y un sector financiero en constante evolución, los reguladores deben prestar atención a un conjunto de riesgos emergentes que también podrían representar una amenaza para la estabilidad financiera. Y ello se debe a que, en muchos casos, no disponemos de datos —o ni siquiera de un marco conceptual— para analizar sus implicaciones (en especial en comparación con los riesgos más tradicionales).

- Riesgos asociados a la tecnología: ciberriesgos

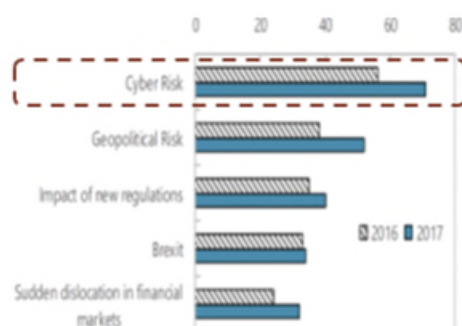
CYBER-RISKS

The average annual cost of cybercrime by industry
(US \$ millions)



Source: *The cost of cybercrime* (Accenture, 2019).

Survey of risks to financial stability
(% of respondents)



Source: *IMF Working Paper WP/18/143*.

Iniciaré el debate sobre estos «nuevos» riesgos refiriéndome a los asociados a la adopción de nuevas tecnologías. No cabe duda de que las nuevas tecnologías no solo constituyen un riesgo, sino también una oportunidad. En concreto, como he indicado anteriormente, los bancos deben aprovechar las nuevas tecnologías para lograr mejoras de eficiencia. Lógicamente, para ello puede ser necesario realizar grandes desembolsos iniciales, lo que podría ser difícil de conseguir en un entorno en el que los ingresos del sector bancario siguen siendo relativamente reducidos. No obstante, los bancos que no adopten las nuevas tecnologías tendrán más dificultades para competir con sus homólogos más avanzados tecnológicamente.

Ahora bien, los nuevos avances tecnológicos plantean un reto importante para la estabilidad financiera. Un estudio reciente sobre el coste de la ciberdelincuencia basado en más de 2.600 entrevistas a expertos en seguridad de 355 entidades, muestra que la magnitud y la complejidad de este fenómeno se están acrecentando¹. En consecuencia, los costes asociados a los ataques cibernéticos se están incrementando con rapidez, y el sector bancario se está viendo particularmente afectado. A la luz de esta evidencia, no debería resultar sorprendente que, como muestra el gráfico de la derecha, los ciberriesgos estén sistemáticamente a la cabeza en las encuestas que tratan de identificar los principales riesgos para la estabilidad financiera. Sin embargo, paradójicamente, la mejor manera de abordar los riesgos asociados a las nuevas tecnologías (así como muchos otros riesgos operacionales) es invertir más en tecnología.

Las nuevas tecnologías van acompañadas de nuevos actores y de nuevos instrumentos. En cuanto a los primeros, la aparición de empresas *fintech* y de grandes compañías tecnológicas conocidas como *Bigtech* representa una nueva y potente fuente de competencia para los bancos tradicionales. Aunque la competencia es bienvenida, los reguladores debemos asegurar que todos los participantes en el mercado compiten en igualdad de condiciones y que el arbitraje regulatorio perjudicial se reduce al mínimo.

En lo que se refiere a las nuevas tecnologías, la importancia de la negociación algorítmica y de alta frecuencia es cada vez mayor en las operaciones que se efectúan en los mercados financieros. Existe evidencia que sugiere que la proliferación de estas tecnologías de negociación aumenta la probabilidad de *flash crashes* (o desplomes repentinos) e intensifica la prociclicidad en los mercados financieros. Por ello sería conveniente analizar más detenidamente y vigilar más de cerca estas actividades.

En cuanto a nuevos instrumentos, sin duda debemos referirnos a las criptomonedas. Hasta ahora han desempeñado un papel relativamente menor en los mercados financieros y no han representado una amenaza significativa para la estabilidad financiera, en particular, debido a que se han adoptado de forma relativamente limitada. Sin embargo, un fenómeno que podría llegar a tener más trascendencia es el de los denominados sistemas de «monedas estables», a los que autoridades de todo el mundo están prestando una atención creciente por sus posibles implicaciones para los sistemas de pago y para la estabilidad financiera. Aunque precedentes como Tether demuestran que desde hace tiempo hay verdadero interés por desarrollar *tokens* menos volátiles, algunas de las iniciativas más recientes se han convertido en un nuevo motivo de preocupación para las autoridades financieras. Ello se debe a que su alcance recientemente está tendiendo a ser global, a la mayor complejidad de sus respectivos ecosistemas y a sus mecanismos de estabilización subyacentes.

Existe un amplio consenso en que la heterogeneidad existente en torno a distintos aspectos del diseño de las futuras monedas estables es presagio de una profusión de riesgos nuevos o amplificados. Por lo tanto, es necesario modificar los actuales instrumentos y prácticas de regulación, de supervisión y de política, con el fin de garantizar su efectividad.

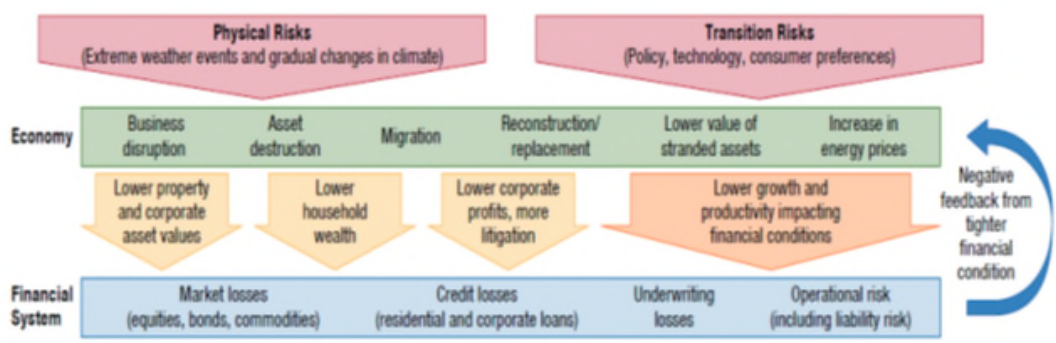
¹ Véase «The Cost of Cybercrime», Ninth Annual Cost of Cybercrime Study, Accenture, 2019.

Todo ello apunta a necesidad de adentrarse en terreno apenas explorado. El principal reto es entender estas actividades, tecnologías, actores e instrumentos antes de que sea demasiado tarde y den lugar a episodios disruptivos. En gran medida, este objetivo solo puede alcanzarse mediante una colaboración más estrecha y estratégica, no solo entre reguladores, sino también con los participantes en los mercados financieros.

- **Principios ESG: riesgos climáticos**

Aparte de los nuevos riesgos derivados de las nuevas tecnologías, en un momento en que los principios ESG están cobrando impulso, también quisiera destacar los riesgos para la estabilidad financiera asociados al cambio climático y a deficiencias en la gobernanza.

CLIMATE CHANGE-RELATED RISKS



Source: [Global Financial Stability Report, IMF \(Oct 2019\)](#)

Actualmente, el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible es una cuestión muy candente. Es obvio: se trata de un reto que afecta prácticamente a todos los agentes sociales y económicos, y que, además, puede dar lugar a una importante transformación, no solo de la economía, sino del conjunto de la sociedad.

Por supuesto, el sector financiero no es inmune a estos desarrollos. En particular, dos clases de riesgos pueden hacer que el cambio climático afecte a la estabilidad financiera. De acuerdo con una clasificación que ya ha pasado a ser una referencia, podemos distinguir entre riesgos físicos y riesgos de transición. Los primeros están relacionados con las consecuencias directas del cambio climático sobre el valor de activos financieros y activos reales, resultantes, por ejemplo, de catástrofes naturales, de inundaciones, de sequías y de los flujos migratorios. Los riesgos de transición se refieren más bien al impacto sobre los activos financieros y reales de los cambios regulatorios, fiscales y tecnológicos que podrían producirse en la transición a una economía más sostenible.

Es justo decir que, en estos momentos, tanto los reguladores como los participantes del sector financiero tienen un conocimiento relativamente escaso de su exposición a estos riesgos. Sin embargo, es probable que las numerosas iniciativas que han puesto en marcha

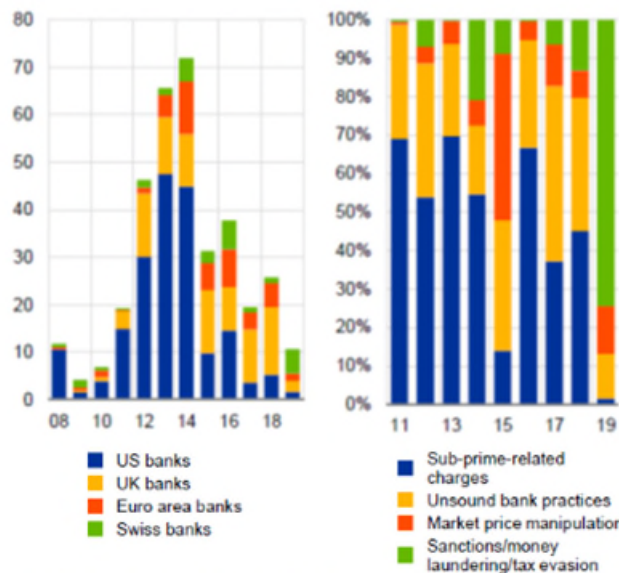
los sectores público y privado aceleren este proceso de aprendizaje en el corto plazo. Por ejemplo, el Banco de España —como miembro de la red *Network for Greening the Financial System* (NGFS), formada por más de 50 bancos centrales de todo el mundo— está contribuyendo activamente a aumentar la concienciación del sector sobre los riesgos climáticos y está incrementando la disponibilidad de datos y desarrollando las herramientas analíticas necesarias para evaluar rigurosamente el impacto que podrían tener estos riesgos, no solo sobre el sector financiero español en su conjunto, sino también sobre la solvencia de entidades individuales.

Si estos riesgos se tienen adecuadamente en cuenta, el sector financiero no solo estará mejor preparado para afrontar las consecuencias del cambio climático sino que, a través de una valoración adecuada de estos riesgos, contribuirá a canalizar con eficiencia los recursos necesarios para que la economía sea más sostenible.

- **Principios ESG: riesgos de gobernanza y riesgos legales**

GOVERNANCE RISKS

Global banks' misconduct costs (USD billion) and type of misconduct



Source: *ECB Financial Stability Review (November 2019)*.

Me gustaría concluir esta descripción general de los riesgos para la estabilidad financiera mundial refiriéndome brevemente a los riesgos derivados de deficiencias en la gobernanza de las entidades. Aunque no es una nueva clase de riesgo, la importancia de los costes derivados de conductas inapropiadas se puso dolorosamente en evidencia después de la crisis financiera global. Si añadimos además los costes reputacionales asociados a esas malas prácticas, el impacto negativo real para el sector bancario es bastante superior al que reflejan las estimaciones convencionales que se han presentado.

Ahora que la regulación y la supervisión se han reforzado y que el sector bancario está afrontando fuertes presiones de nuevos competidores, cualquier otra deficiencia en gobernanza podría provocar un daño económico y reputacional que pusiera en peligro la solvencia del banco o de los bancos afectados. En este sentido, es fundamental que las entidades financieras sigan mejorando su gobernanza y que recuperen la confianza de sus clientes lo más rápidamente posible. Estos esfuerzos deben realizarse aunque, en términos económicos y administrativos, puedan suponer una carga adicional a corto plazo.

Avances hacia la Unión de los Mercados de Capital: necesidad de mayor integración financiera del área del euro

En este entorno de complejas perspectivas para la estabilidad financiera global descrito previamente, permítanme ahora abordar la cuestión de la Unión de los Mercados de Capital y, más en general, del fortalecimiento de la unión financiera europea.

Hace escasamente dos semanas que el Reino Unido se retiró oficialmente de la Unión Europea. Esto hace más importante la necesidad de debatir la integración financiera en Europa, en tanto la *City* de Londres ha desempeñado un destacado papel como proveedor de servicios financieros para toda la Unión.

El *Brexit* subraya la importancia de que redoblemos los esfuerzos por alcanzar un mayor grado de integración financiera entre los restantes Estados miembros de la UE, en particular, entre los que formamos parte de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Debemos completar la construcción de la Unión Bancaria y complementarla con el desarrollo de una verdadera Unión de los Mercados de Capitales.

Este objetivo debería formar parte de una iniciativa coordinada de mayor alcance que incluya otras áreas de gobernanza económica. Conjuntamente, todos estos esfuerzos deberían buscar reforzar el área del euro y aumentar su capacidad de resistencia ante perturbaciones.

Por ejemplo, los ciudadanos y las empresas europeas siguen enfrentándose a barreras para invertir en los mercados europeos. Aunque sobre el papel, la UE recoge el derecho a la libre circulación de capitales, en la práctica, la actividad financiera continúa desarrollándose, en gran medida, en el ámbito nacional. Estas incoherencias y obstáculos adoptan la forma de barreras regulatorias, opciones y discrecionalidades nacionales, y limitaciones en infraestructuras que persisten, fundamentalmente, debido a la escasa voluntad política de cambio.

Por todo ello, la inversión no está adecuadamente diversificada ni quizá tampoco equilibrada de manera óptima con el ahorro, y el sistema financiero está fragmentado por países, lo que limita seriamente los posibles beneficios del mercado único.

En principio, el problema no es la escasez de recursos. De hecho, el área del euro registra un superávit por cuenta corriente considerable, lo que implica que hay ahorro que podría canalizarse hacia oportunidades de inversión rentables. Por todo ello, se necesita una mayor dosis de ambición para conseguir unos mercados de capitales adecuadamente desarrollados e integrados en Europa.

La falta de canales o fuentes de financiación alternativos específicos dificulta la inversión, en particular en proyectos de mayor riesgo, como *start-ups*, activos intangibles e innovación, que en sus fases iniciales dependen del capital riesgo o de otras fuentes especializadas de financiación de mercado. Las pequeñas y medianas empresas también

suelen tener problemas para obtener capital, debido a que su acceso a la financiación de mercado es limitado.

Hay varios obstáculos que contribuyen a la fragmentación. En primer lugar, un inversor que intente diversificar su cartera con exposiciones a empresas en distintos países ha de hacer frente a barreras legales. El ejemplo más elocuente es la falta de armonización de los regímenes de insolvencia que, debido a tradiciones culturales y marcos jurídicos diferentes, presentan amplias divergencias de unas jurisdicciones a otras tanto para empresas financieras como no financieras.

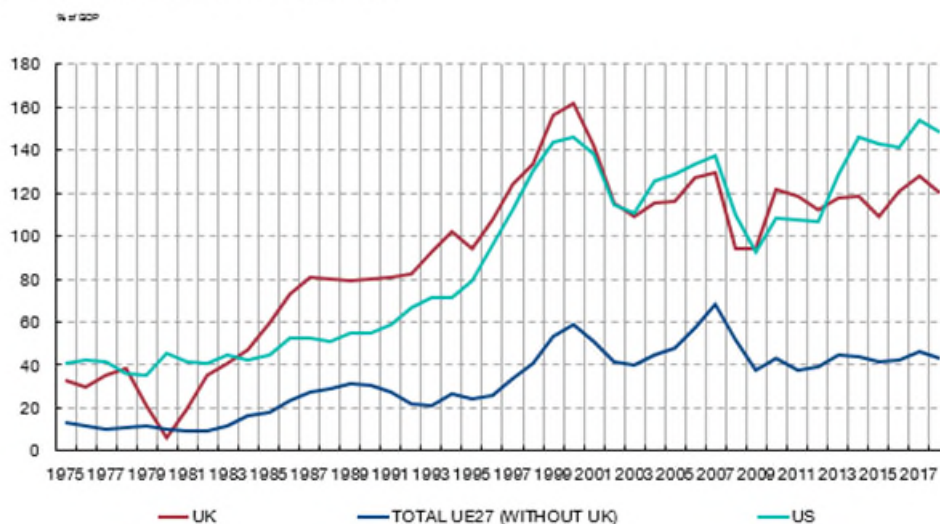
En segundo lugar, ese inversor podría tener que hacer frente a distintas regulaciones en tanto el proceso de fortalecimiento de los reguladores paneuropeos sigue sin completarse. Completar este proceso es una necesidad cada vez más apremiante a medida que aumenta la integración y la complejidad tecnológica de los mercados. El *Brexit*, de hecho, implica un riesgo significativo de mayor fragmentación, ya que algunas empresas y operaciones podrán trasladarse a varios centros financieros, mientras que otras permanecerán en el Reino Unido.

En tercer lugar, existe también enorme heterogeneidad en la fiscalidad del capital. Las inconsistencias no solo afectan a los tipos impositivos: las bases imponibles también difieren entre países y existe gran diversidad y complejidad de requisitos y formas, como sucede con las retenciones de impuestos. Adicionalmente, el denominado sesgo a la financiación con deuda derivado del tratamiento fiscal favorable de la deuda frente al del capital, distorsiona los incentivos en beneficio de la primera.

MARKET CAPITALISATION

- **Differences in total market capitalisation remain significant in comparison to the UK and US**

TOTAL MARKET CAPITALISATION

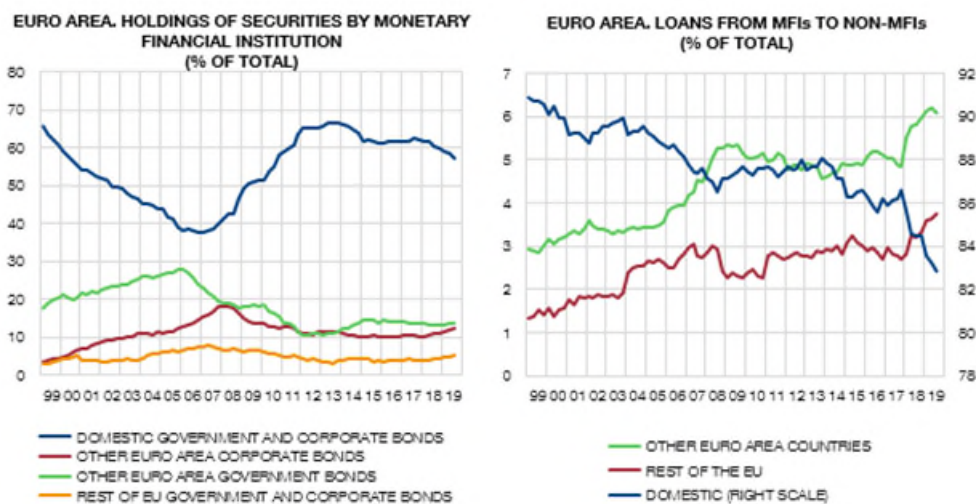


Source: ECB.

El desarrollo limitado de los mercados de renta variable y el considerable sesgo nacional en las carteras han repercutido notablemente en el correcto funcionamiento de la unión monetaria. De hecho, limitan la capacidad de los mecanismos de compartición de riesgos en el área del euro, en comparación, por ejemplo, con Estados Unidos.

DOMESTIC BIAS IN THE BANKING SYSTEM

- There is a notable domestic bias in banking securities holdings and loans



Source: ECB.

Conceptualmente, la compartición de riesgos está estrechamente vinculada a la capacidad de la UEM para resistir perturbaciones. Se trata de la capacidad de los países para diversificar el impacto de perturbaciones idiosincrásicas entre otros Estados miembros a través de canales privados (como el ahorro y los mercados de capitales) y públicos (por ejemplo, transferencias fiscales).

En Europa, a falta de un instrumento presupuestario público apropiado y de unos mercados de capitales adecuadamente desarrollados e integrados para diversificar el impacto de perturbaciones idiosincrásicas, el canal crediticio es la única vía para amortiguar perturbaciones en todos los países del área del euro. No obstante, este canal no es suficientemente potente como para compensar la debilidad de otros canales. Pese a que la introducción del euro generó expectativas de que muchos bancos prestarían servicios minoristas en toda el área del euro, las empresas y los hogares utilizan principalmente sus sistemas bancarios nacionales. En los mercados mayoristas, los flujos bancarios transfronterizos se incrementaron de forma considerable desde la creación de la UEM hasta el inicio de la crisis, pero revirtieron bruscamente en el período posterior. Por último, el hecho de que, en última instancia, los gobiernos nacionales sigan siendo el apoyo último al sistema de garantía de depósitos —lo que supone un desajuste fundamental entre responsabilidad y control— no contribuye a lograr una mayor integración.

El resultado es que, en promedio, entre el 40% y el 60% del impacto de una perturbación idiosincrásica que afecta a un país del área del euro se traduce directamente en una caída del consumo de ese país, lo que duplica el impacto similar estimado para Estados Unidos.

En este contexto, la Unión de los Mercados de Capitales, que busca proporcionar las mismas oportunidades de financiación y de ahorro a empresas y hogares con independencia de su ubicación, sigue siendo una iniciativa fundamental.

El proyecto de Unión de Mercados de Capitales se ha centrado en varias iniciativas (u objetivos operativos). Todas ellas buscan mejorar los flujos de información con el fin de facilitar la formación de precios, ofrecer mejores posibilidades de acceso a nuevos mercados y productos, y lograr una aplicación más rigurosa de las normas y los procedimientos, con el fin de incrementar la seguridad jurídica y la protección de los inversores. Los avances han sido fructíferos en determinadas áreas, pero queda mucho por hacer.

En general, el proyecto cuenta con amplio apoyo de todas las partes involucradas, pero actualmente carece del impulso tan necesario que requiere. Como indican las conclusiones del informe del Grupo de expertos de alto nivel sobre la próxima UMC (*Next CMU High Level Group*) de octubre del año pasado, la mera envergadura del proyecto y las múltiples dimensiones asociadas requieren la identificación de un gran número de actuaciones concretas, con el fin de potenciar la armonización en los ámbitos supervisor y regulatorio, que deben promoverse e implantarse en el ámbito doméstico y supranacional.

Por último, la creación de un activo seguro común para el área del euro puede ser la piedra angular de un mercado común de capitales, lo que tiene repercusiones importantes para otras áreas de política². Para que un mercado de capitales funcione correctamente se necesita una amplia base de activos con abundante liquidez y con riesgo bajo. Estos activos servirían de referencia para otras clases de activos y contratos financieros y, en épocas de incertidumbre, serían un refugio seguro para los inversores sin provocar fragmentación financiera.

Actualmente, la oferta de activos libres de riesgo en el área del euro es muy limitada, ya que solo la deuda de un reducido grupo de países se considera libre de riesgo. Es evidente que un activo seguro común no puede sustituir a unas políticas fiscales sólidas en los Estados miembros, pero debilitaría el vínculo perverso entre riesgo soberano y riesgo bancario, lo que reduciría los incentivos para buscar activos más seguros en otros países, contribuiría a diversificar el riesgo en las carteras de los bancos y de los inversores y, más en general, proporcionaría una oferta de activos seguros más amplia, estable y equitativa para la UEM en su conjunto.

Una verdadera Unión de Mercados de Capital también atraerá a inversores institucionales globales, lo que reforzará el papel internacional del euro y proporcionará a Europa más margen geopolítico de actuación. Un aspecto crucial es que contribuirá a reconfigurar los mercados de capitales en Europa después del *Brexit*.

Muchas gracias por su atención.

² Véase P. Hernández de Cos (2019): «Veinte años de la UEM: de la divergencia a la resiliencia». Discurso de apertura de la Tercera Conferencia Anual de Investigación del Banco de España.
<https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/hdc160919en.pdf>