

# Bancos versus mercados de capitales: cuestionando el paradigma Europa-Estados Unidos

Ángel Berges, Álvaro López y Fernando Rojas\*

**En la literatura sobre sistemas financieros comparados, es habitual catalogar a la economía estadounidense por su mayor orientación al mercado (*market oriented*) y por ser una economía muy poco bancarizada, mientras que, en el caso europeo, la imagen se caracteriza por un mayor peso del sector bancario (*banking oriented*), así como una menor importancia relativa de los mercados de valores. Esa caracterización diferencial, asumida como un paradigma incuestionable, descansa en la comparación de magnitudes “*stock*”, como el peso de los activos bancarios y de la capitalización de los valores cotizados (bonos y acciones) sobre el PIB. Pero la imagen cambia radicalmente si el análisis se centra en magnitudes “*flujo*”, como la aportación neta de fondos hacia el sector empresarial, o lo que los márgenes bancarios representan en términos de costes de transacción. Ese es el análisis que se lleva a cabo en el presente artículo, que cuestiona el convencionalismo que atribuye a Europa un exceso de bancarización y un déficit de mercados de capitales frente a Estados Unidos.**

## Bancos versus mercados: el paradigma tradicional

En la literatura sobre sistemas bancarios comparados es ya clásica la distinción entre sistemas financieros en los que domina el canal bancario (*banking oriented*) como mecanismo de financiación de la economía, frente a sistemas en los que por el contrario domina la canalización directa de fondos a través de los mercados de valores

(*market oriented*). En el primer sistema, los bancos juegan el papel clave en la canalización de fondos desde los ahorradores hacia los demandantes de fondos y, especialmente, hacia las empresas no financieras. Al realizar dicha intermediación, los bancos llevan a cabo, por cuenta de los depositantes, una permanente función de “monitorización” de los prestatarios por los prestamistas, función que no podría ejecutarse de forma aislada por cada uno de dichos depositantes.

\* Afi - Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Frente a ese papel decisivo de los bancos, en un sistema orientado a mercados predomina la emisión de valores (acciones, bonos, etc.) por las empresas. Esos títulos son adquiridos por los ahorradores directamente (o a través de redes de distribución, bancaria o no bancaria), sin que ningún intermediario financiero altere la naturaleza del valor emitido.

*En términos del peso de los activos bancarios sobre el PIB, por un lado, y de la capitalización bursátil de los valores cotizados, por otro, el sistema financiero norteamericano presenta una orientación muy poco bancarizada y muy orientada a los mercados, justo lo contrario de lo que se deduce de las cifras correspondientes al sistema financiero de la eurozona.*

Ambas formas de financiación coexisten en todos los países, y estos se diferencian por el mayor o menor peso específico de cada uno de ellos. A modo de indicadores sintéticos para determinar dicha especialización se suele utilizar, por un lado, el saldo vivo de crédito bancario al sector pri-

vado, y por otro, el valor de mercado de los valores emitidos por empresas privadas, tanto de renta variable (acciones) como de renta fija (bonos y obligaciones). Y a efectos de poder comparar entre países, esos importes se suelen relativizar con alguna magnitud macroeconómica, como el producto interior bruto (PIB).

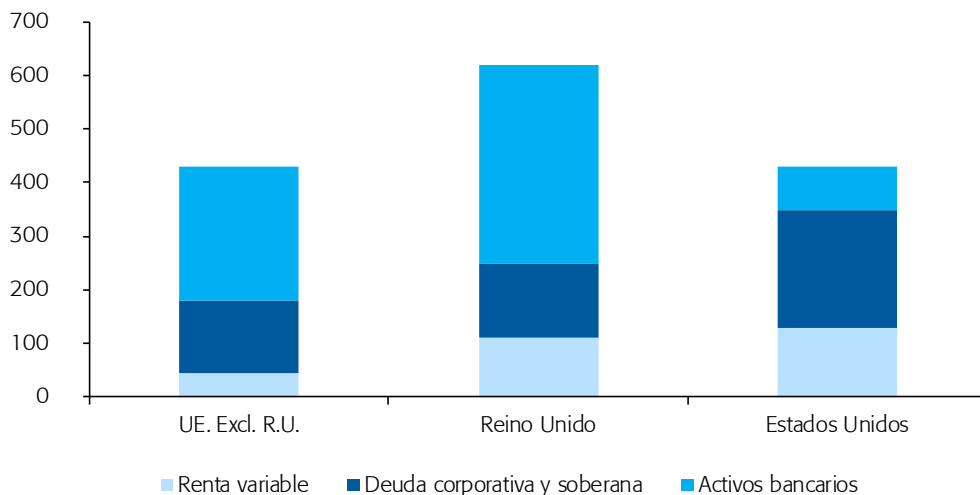
De ese contraste, que ilustra el gráfico 1, emerge la conclusión convencionalmente asumida que asimila a Estados Unidos con una mayor orientación a los mercados, mientras que en Europa continental dominaría el peso de los bancos en los sistemas financieros. Concretamente, el sistema bancario europeo (medido por su volumen de activos, o por el peso de los mismos sobre el PIB) es casi tres veces el correspondiente a Estados Unidos, mientras que este país tiene un peso mucho mayor de sus mercados de valores sobre el PIB, reflejo de una especialización mucho mayor en financiación directa a través de los mercados.

Es precisamente en esa diferente caracterización de ambos sistemas financieros, y en la conveniencia de acercar el modelo europeo hacia el estadounidense, donde viene poniendo el énfasis.

Gráfico 1

**Activos bancarios y mercados de valores en Europa y EE.UU., 2016**

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Extraído de Demertzis, Merler y Wolf (2017).

sis la Comisión Europea desde el lanzamiento, hace ya cuatro años, de la Unión de Mercados de Capitales –CMU, por sus siglas en inglés– (véase Berges y Ontiveros, 2018). En este sentido, cabe recordar que, en la presentación de dicha iniciativa europea, el entonces Comisario responsable de la CMU recalca que uno de los objetivos de la misma era desbancarizar Europa (*unbanking Europe*), expresión que no está muy alejada de la que recientemente utilizaba el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, al catalogar de superpoblado (*overcrowded*) al sistema bancario de la eurozona.

## Cuestionando el paradigma (I): ¿de qué hablamos cuando hablamos de bancarización?

Pues bien, uno de los objetivos del presente artículo es el de cuestionar esa conclusión de excesiva bancarización europea frente a la estadounidense. Normalmente, esta se asimila al peso de los activos bancarios sobre el PIB, en cuyo caso es obvio que la bancarización en EE.UU. es menos

de la mitad que en la eurozona, como ilustra el cuadro 1, que recoge los principales parámetros de ambos sistemas bancarios correspondientes a 2018: en el caso de EE.UU., agregados por el FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), y en la eurozona, el agregado total del BCE/SSM (Mecanismo Único de Supervisión), incluyendo tanto las entidades significativas sometidas a supervisión directa (118) como las menos significativas (unas 2.000), supervisadas de forma indirecta por las autoridades competentes nacionales.

Con un PIB que es una vez y media el de la eurozona, EE.UU. tiene unos activos bancarios claramente inferiores, de donde se deriva una gran diferencia en la ratio de activos bancarios sobre PIB, que llega al 96% en el caso estadounidense frente al 222% en la eurozona, siendo este el principal argumento que recurrentemente se utiliza para concluir la reducida bancarización en EE.UU. frente a la eurozona.

Pero esa conclusión descansa en un parámetro, cual es el de activos, que pierde gran significación en el caso estadounidense, donde el mercado

Cuadro 1

### Sistemas bancarios en la eurozona y Estados Unidos: magnitudes comparadas, 2018

|   | Eurozona   | EE.UU.     | EE.UU. / Eurozona<br>(veces) |
|---|------------|------------|------------------------------|
| <b>Magnitudes absolutas (millones de euros)</b> |            |            |                              |
| PIB   | 10.569.944 | 15.907.119 | 1,50                         |
| Balance bancario                                | 23.485.176 | 15.194.515 | 0,65                         |
| Margen de intermediación                        | 289.591    | 458.287    | 1,58                         |
| Beneficio neto                                  | 108.103    | 200.746    | 1,86                         |
| Valor de mercado estimado*                      | 795.630    | 1.724.277  | 2,17                         |
| Número de bancos                                | 2.103      | 5.406      | 2,57                         |
| <b>Magnitudes relativas (% PIB)</b>             |            |            |                              |
| Balance bancario                                | 222,19     | 95,52      | ---                          |
| Margen de intermediación                        | 2,74       | 2,88       | ---                          |
| Beneficio neto                                  | 1,02       | 1,26       | ---                          |
| Valor de mercado estimado*                      | 7,53       | 10,84      | ---                          |

*Nota:* \* Estimación realizada a partir del valor de mercado de las entidades cotizadas y del peso del balance de las mismas sobre el balance total del sector bancario.

*Fuentes:* BCE (septiembre 2018), FDIC (diciembre 2018).

hipotecario está sustentado en un sistema de titulación con garantía pública (las agencias públicas conocidas popularmente como “Fannie Mae” y “Freddie Mac”), que elimina de los balances bancarios un elevado porcentaje de los préstamos hipotecarios concedidos. Esos préstamos transferidos no solo reducen el balance de los bancos, sino también el riesgo de crédito (íntegramente absorbido por Fannie Mae), y por tanto, la ponderación de activos a efectos de requerimientos de recursos propios, lo que eleva considerablemente la solvencia de la banca estadounidense.

Desde esa consideración, parece claro que el grado de bancarización en Estados Unidos no debe medirse exclusivamente por magnitudes de balance, como activos o recursos propios, siendo probablemente más apropiados los indicadores de actividad, coste y rentabilidad.

En términos del negocio bancario más tradicional, el más puro indicador de actividad es el margen de intermediación, o lo que es lo mismo, la diferencia entre los ingresos obtenidos de los préstamos y el coste de los depósitos, en un contexto de equilibrio de liquidez, como es el caso actualmente tanto en Estados Unidos como en la eurozona.

Pues bien, el sistema bancario estadounidense generó en 2018 un margen de intermediación que superó al de la eurozona en un factor de 1,58 veces. Si ese margen se expresa como porcentaje del PIB, resulta ligeramente superior en Estados Unidos (2,9%) que en la eurozona (2,7%), lo que podría interpretarse como que la intermediación bancaria supone un mayor coste de transacción en la economía estadounidense que en la europea.

Esa ventaja en el margen de la banca estadounidense (con un balance mucho menor) incluso se amplifica en la línea final de la cuenta de resultados, como es el beneficio neto, parámetro en el que supera a la europea en un factor de 1,9 veces.

Y finalmente, a juzgar por las valoraciones burátiles de los bancos en Estados Unidos y la eurozona, parece claro que el mercado anticipa que

esa ventaja en rentabilidad se va a mantener en el tiempo. Para ello, hemos realizado un ejercicio de aproximación a la valoración del conjunto del sistema bancario en ambas zonas mediante extrapolación de los bancos cotizados a la totalidad del

---

*La creencia en que la economía estadounidense está mucho menos bancarizada que la europea solo se sostiene en relación con los activos bancarios, pero no en el margen de intermediación, en los beneficios generados o en el valor de mercado de los bancos.*

---

sistema. Para tener una idea del grado de aproximación que dicha extrapolación puede incorporar, baste señalar que en la eurozona la banca cotizada representa el 60% de los activos del sistema, porcentaje que se eleva al 82% en Estados Unidos.

Esa mayor presencia relativa de banca cotizada en EE.UU. puede sesgar algo la comparativa, pero no modifica sustancialmente las conclusiones, y estas son que, medido en términos relativos al PIB, el sistema bancario estadounidense es valorado por el mercado en casi el doble que en el caso de la eurozona.

De todo lo anterior cabe poner en duda la creencia convencional de que la economía estadounidense está mucho menos bancarizada que la europea, creencia que solo se mantiene en relación a los activos bancarios, pero no en el margen de intermediación, en los beneficios generados o en el valor de mercado de los bancos.

Un último apunte en ese cuestionamiento de la “no bancarización” estadounidense vendría de comparar el número de bancos en dicho país frente a la eurozona, cuyo sistema bancario era recientemente catalogado por el presidente del BCE como superpoblado (*overcrowded*) (BCE, 2019). Baste constatar, en este sentido, que el número de bancos adscritos al sistema estadounidense de garantía de depósitos (FDIC) más que duplica al número de bancos que el Mecanismo

## Cuadro 2

**Mercado de capitales en la eurozona y Estados Unidos: valor de mercado de bonos corporativos y acciones, 2018**

|   | <i>Eurozona</i> | <i>EE.UU.</i> |
|---|-----------------|---------------|
| Magnitudes absolutas (miles de millones de euros) |                 |               |
| Bonos corporativos                                | 1.000           | 4.000         |
| Acciones  | 5.300           | 25.000        |
| Magnitudes relativas (porcentaje del PIB)         |                 |               |
| Bonos corporativos                                | 9               | 25            |
| Acciones  | 50              | 150           |

Fuente: BCE, Fed Flow of Funds y Afi.

Único de Supervisión (BCE/SSM) tiene bajo su radar, en su doble enfoque de supervisión directa (entidades significativas) e indirecta (entidades menos significativas).

## **Cuestionando el paradigma (II): ¿cuánto se financian las empresas en los mercados?**

Una vez matizado el contraste bancario entre la eurozona y EE.UU., corresponde ahora analizar algunos aspectos de los mercados de capitales que añadirán cuestionamiento adicional a la tradicional caracterización de una economía estadounidense muy sesgada hacia los mercados de valores en cuanto a la financiación empresarial en comparación con Europa.

Para ello, y al igual que hicimos con el sistema bancario en la sección anterior, es necesario complementar la visión que emerge de las magnitudes “*stock*” de los mercados de capitales (capitalización de las acciones y bonos cotizados), con los “flujos” netos que dichos mercados han dirigido hacia la financiación empresarial en la última década.

Si el análisis se realiza en magnitudes *stock* (valor de mercado de los títulos, de renta fija y variable, cotizados en mercados de capitales), la

comparativa es abrumadoramente favorable a Estados Unidos frente a Europa, como ilustra el cuadro 2, referido al cierre de 2018.

Tanto en el caso de los bonos corporativos<sup>1</sup>, como sobre todo en el de las acciones, EE.UU. domina a la eurozona en un factor entre cuatro y cinco veces en términos absolutos, o de tres veces si se relativiza con el PIB.

Es de ese contraste tan evidente del que emerge el convencionalismo de catalogar a EE.UU. como un sistema financiero mucho más orientado a mercados que a bancos, pues la capitalización conjunta de bonos y acciones más que triplica a los préstamos bancarios vivos, mientras que en la eurozona esa relación entre valores y préstamos bancarios vivos es justo la inversa.

Pero la comparativa queda incompleta si solo se refiere a *stock* (valor de mercado) y no a flujos de financiación hacia las actividades productivas. Para ello hemos aproximado el valor de las emisiones netas (de amortizaciones y/o de recompras de acciones) llevadas a cabo en ambas economías durante la última década.

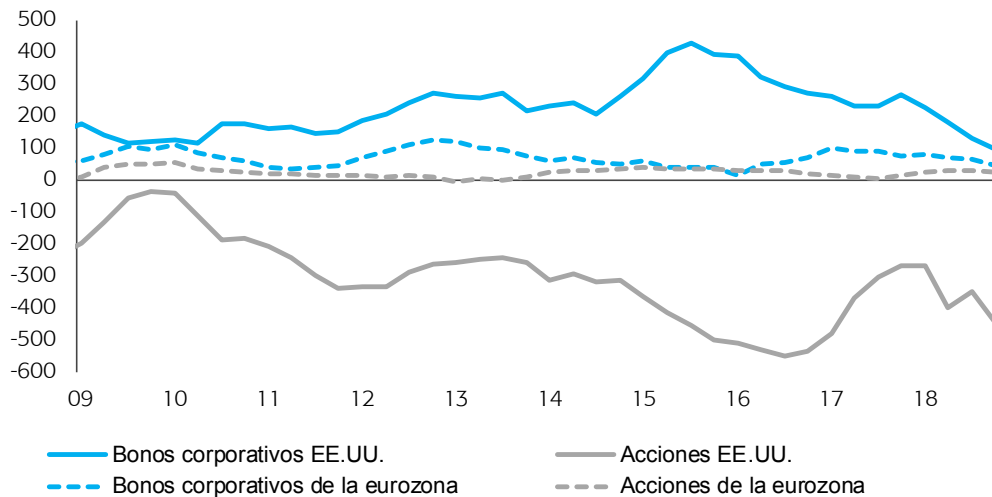
El gráfico 2 resume los flujos netos de emisiones, separando entre los correspondientes a bonos y a acciones, de tal manera que la lectura

<sup>1</sup> Enfatizamos el caso de bonos corporativos para dejar claro que no se incluyen los bonos soberanos, ni los emitidos por entidades financieras, que en la eurozona representan un volumen muy superior al de los emitidos por las empresas no financieras.

Gráfico 2

### Mercado de capitales en la eurozona y Estados Unidos: emisión neta de bonos corporativos y acciones, 2009-2018

(Miles de millones de euros)



Fuentes: BCE, Fed Flow of Funds y Afi.

es radicalmente diferente en uno y otro caso. Así, en la eurozona se ha producido un flujo neto positivo de emisiones de forma sistemática durante toda la década, más intenso en bonos (unos 60.000 millones de euros anuales en media) que en acciones (unos 20.000 millones anuales en media).

En el caso estadounidense, por su parte, el mercado de bonos ha contribuido a la financiación de las empresas de dicho país con unas emisiones netas en torno a los 200.000 millones de media

*Durante la última década los mercados de capitales en la eurozona han aportado financiación empresarial neta en unos 80.000 millones de euros anuales, mientras que en EE.UU. esos mismos mercados han atraído financiación neta en un importe cercano a los 100.000 millones de euros anuales.*

anual, cifra que triplica a la de la eurozona, manteniendo por tanto la misma proporcionalidad que

representa el valor de los bonos en circulación. Pero la situación cambia radicalmente en el caso de las acciones. La emisión neta de acciones en el mercado estadounidense ha sido negativa de forma sistemática durante todos los años de la última década (como ya lo fue también durante la década anterior), con una media anual de más de 300.000 millones de emisión negativa, entendiendo por tal que las recompras de acciones superan en dicho importe a las emisiones de nuevas acciones.

Si se presentan de forma conjunta las emisiones de bonos y de acciones en Estados Unidos y la eurozona, el mensaje que emerge cuestiona claramente la convencional catalogación del primero como una economía mucho más sesgada a la financiación en mercados. Concretamente, y durante la última década, los mercados de capitales (bonos y acciones) en la eurozona han aportado financiación empresarial neta en unos 80.000 millones de euros anuales, mientras que en EE.UU. esos mismos mercados han aportado financiación neta negativa en un importe cercano a los 100.000 millones de euros.

## La clave: “internalización” de la financiación

Esa aparente contradicción con el convencionalismo más extendido en la literatura sobre sistemas financieros comparados, encierra realmente una transformación de mayor calado en el caso estadounidense, como principal exponente mundial de un sistema orientado a mercados de valores, y sobre todo de acciones.

Estos se han especializado en su función de valoración (mercado secundario) de las acciones existentes, al tiempo que las empresas cotizadas, especialmente aquellas con mayores niveles de rentabilidad y generación de liquidez, internalizaban su función financiera, de tal manera que dicha generación de liquidez era muy superior a las inversiones, dejando un amplio margen para la recompra de acciones, que a su vez alimenta el ciclo alcista en la valoración de las que se mantienen en mercado.

El gráfico 3 es suficientemente ilustrativo al respecto: de forma sistemática durante la última década, el flujo neto de caja generado por las compañías estadounidenses ha superado al volumen de inversión llevado a cabo por dichas compañías,

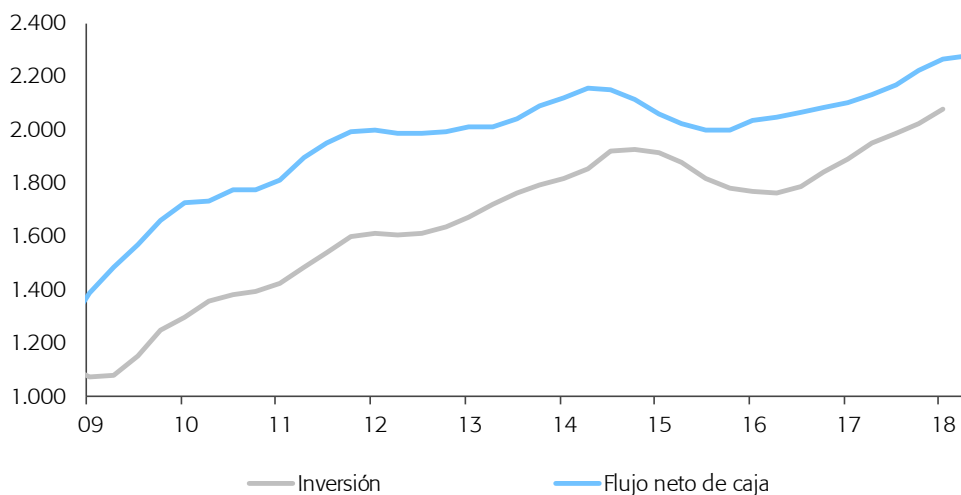
de tal manera que han internalizado íntegramente la función de financiación de sus inversiones, generado sobrante suficiente como para recomprar acciones y así reducir el número de estas en circulación, que no su valor, pues el incremento unitario de valor ha sido porcentualmente muy superior a la retirada de acciones en circulación.

Esa conclusión, inequívocamente soportada por los datos, debe ser matizada con una reflexión sobre la distribución sectorial y/o empresarial de esa práctica de total autofinanciación interna acompañada de masivas recompras de acciones. Ambas prácticas se concentran en algunos sectores (tecnología, sobre todo) y en algunas compañías (las conocidas como FAANG), que han acumulado una enorme capacidad de generación de *cash flow*, con muy reducidas necesidades de inversión, al menos en su acepción tradicional. En muchos casos sus inversiones tomaban la forma inorgánica de adquisición de empresas ya existentes –lo que se ha denominado “la externalización del I+D”–, pero esa práctica también incide en el signo negativo de la aportación neta del mercado de acciones a la financiación empresarial, pues cada una de esas compras de acciones supone la desaparición de acciones del mercado.

Gráfico 3

### Internalización financiera en Estados Unidos: flujo neto de caja frente a inversión

(Miles de millones de dólares)



Fuentes: Fed Flow of Funds y Afi.

## Referencias

- BCE. Statistical Data Warehouse, <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691533>
- (2019). Press conference: Introductory statements, and Q&A, 4 de abril 2019. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.en.html)
- BERGES, A. y ONTIVEROS, E. (2018). De la Unión Bancaria a la Unión de Mercado de Capitales. *Información Comercial Española*, 902, pp. 95-107.
- DEMERTZIS, M., MERLER, S. y WOLF, G. (2017). Capital Markets Union and the Fintech Opportunity. *Bruegel Policy Contribution*, 22, septiembre.
- FDIC. [https://www5.fdic.gov/idasp/advSearch\\_warp\\_download\\_all.asp?intTab=4](https://www5.fdic.gov/idasp/advSearch_warp_download_all.asp?intTab=4)