La Unión de los Mercados de Capitales

Estamos distantes de un verdadero mercado financiero único. El ahorro se encuentra compartimentado en los distintos estados miembros y, desde luego, concentrado en el sistema bancario.

Cuando Europa, sus dirigentes, se enfrentan a una crisis, una salida frecuente es definir una vía de fortalecimiento de la propia Unión Europea. Es una forma de huida hacia adelante, aunque no siempre acaba prosperando la idea y perfeccionándose la dinámica de integración. Pero en otras iniciativas, como en el caso de la Unión Bancaria, se hace de la necesidad virtud. Ahora la idea nueva, o al menos el proyecto sobre el que la Comisión Europea parece centrar parte de su atención, es la creación de una Unión de los Mercados de Capitales (UMC). La justificación no es otra que los problemas específicos que atraviesa la banca de la eurozona y sus consecuencias sobre el sector real de las economías.

La sensación de vulnerabilidad bancaria, ese bucle diabólico que la erosión en la calidad de sus balances conformó con la deuda pública y la propia recesión de las economías, se ha atenuado notablemente, pero no ha desaparecido del todo. El riesgo de las empresas bancarias, su distancia a la completa normalización de su funcionamiento, se ha reducido de forma significativa tras las pruebas previas a la entrada en vigor del primero de los pilares de la Unión Bancaria, el Mecanismo Único de Supervisión. Pero la percepción es que una cosa es cumplir con las exigencias de solvencia ahora y otra bien distinta garantizar una andadura rentable. Mientras el crecimiento económico siga siendo muy débil, el desempleo elevado, la inflación demasiado baja y el endeudamiento privado muy abultado, hacer banca al por menor no garantizará tasas de rentabilidad importantes. Además de la cautela con que los bancos de la eurozona contemplan la evolución del entorno económico, la regulación específica no va a ser precisamente favorecedora de la generación de márgenes. Es decir, los bancos van a seguir dominados por la prudencia extrema. Y será la financiación a las PYME y a las familias las que en mayor medida lo acusarán. En esta presunción, poco compatible con la rápida recuperación de un aceptable ritmo de crecimiento económico, se enmarca la iniciativa de la UMC.

La propuesta fue realizada en julio pasado, recién elegido el nuevo presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker. Al día de hoy el grado de concreción no es grande, pero los fundamentos de esa propuesta no son difíciles de intuir. Diversificar las fuentes de financiación de las PYME y abaratarlas en su conjunto es una con-

Emilio Ontiveros es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.
E-mail: eontiveros@afi.es

dición necesaria para favorecer la recuperación de la inversión hoy lánguida.

El diagnóstico del Comisario Hill, responsable directo de articular la nueva iniciativa, es acertado. Estamos distantes de un verdadero mercado financiero único. El ahorro se encuentra compartimentado en los distintos estados miembros y, desde luego, concentrado en el sistema bancario. La bancarización de la región ha sido destacada en estas páginas en varias ocasiones. En Europa, el 75% de la financiación a la economía la suministran los bancos. En EEUU el 80% la aportan los mercados. No es un panorama precisamente propiciador de la profundización de los mercados de capitales y tampoco de las posibilidades de diversificación de los inversores.

Los primeros pasos enunciados por el Comisario Hill tienen en la creación de Fondos de Inversión Europeos a largo plazo el primero de ellos, con el fin de contribuir a la movilización de fondos para infraestructuras y PYME. El segundo es tratar de desarrollar una estructura la «titulización de elevada calidad», desde la experiencia tan válida (¿cabría mejor decir el escarmiento?) que esta crisis nos ha dejado. En tercer lugar, se va a revisar el tratamiento regulatorio de los *covered bonds*.

Prioridades también destacadas son tratar de conceder mayor acceso a la información crediticia correspondiente a PYME, estímulos a la inversión transfronteriza y, en general, la introducción creciente de instrumentos propios de los mercados de capitales a largo plazo, y en especial de los vinculados a la asunción de riesgo y a la financiación de la innovación. Será en el verano de 2015 cuando estará disponible la hoja de ruta detallada que conducirá a ese ambicioso destino de la Unión de los Mercados de Capitales. No es un empeño fácil, pero es muy conveniente.

Cambiar la estructura del sistema financiero hoy dominante hacia un mayor equilibrio entre financiación bancaria y la basada en los mercados no es algo que se consiga de la noche a la mañana. Además de exigencias institucionales y reguladoras de alcance, puede tener implicaciones diversas, algunas de gran significación.

Pero claro que merece la pena intentarlo, como toda iniciativa que fortalezca el mercado interior europeo, que facilite la natalidad empresarial y reduzca la elevada tasa de mortalidad por esa doble modalidad de asfixia, la originada por la falta de demanda y la financiera. Hay que aprovechar: el principal enemigo ahora de la eurozona no es la inestabilidad financiera, sino el estancamiento combinado con deflación ::

Artículo publicado en Finanzas a las 9h, blog de Afi en el diario El País. 28 de noviembre de 2014.