



RAFAEL PICCO

De la crisis no saldrá una mayor integración fiscal o política en Europa, pero se habrán dado pasos importantes para que se conforme una integración financiera de los 28 miembros. Al menos en términos formales. La Unión Bancaria ha echado a andar el pasado noviembre y ahora empieza a cobrar entidad el proyecto de Unión de los Mercados de Capitales cuyo horizonte de culminación es 2019.

Las autoridades europeas están empeñadas en conseguir un objetivo básico de cualquier política económica: vincular crecimiento económico con canalización a usos productivos del ahorro. Eso significa conseguir sistemas financieros en los que existan más opciones de financiación e inversión y mejores rendimientos a inversores y ahorradores. Se supone que la mejor forma para conseguirlo es la creación de un mercado único de capitales que permita en mayor medida compartir riesgos de forma transfronteriza, crear mercados más profundos y líquidos y diversificar las fuentes de financiación de la economía. Todo ello, debería fortalecer la integración financiera y potenciar el crecimiento y la competitividad a medio plazo, según los propósitos del comisario encargado de su concreción, Jonathan Hill, manifestados el pasado 8 de junio.

Para ello, se considera como condición necesaria la reducción del peso que de la intermediación bancaria tradicional en la UE, especialmente en el continente, donde la importancia de la financiación directa a través de los mercados de capitales es muy baja en comparación con otras economías avanzadas, especialmente EE UU. En 2014 los bancos proporcionaron aproximadamente el 70% de la financiación externa de las empresas, el resto provenía de los mercados de capitales. En EEUU esas participaciones son justamente las inversas. Consecuentemente, el sector bancario es bastante mayor en la UE: los activos bancarios más que triplican el PIB en la eurozona, mientras que en EEUU son algo inferiores al PIB.

Uno de los objetivos prioritarios con los que Jean Claude Juncker llegó a la presidencia de la Comisión era dotar de mayor protagonismo a la financiación directa de las empresas. Y en ese propósito coincide con el BCE. Ambos parten del diagnóstico de que la crisis ha tenido una intensidad diferencial en la eurozona, y su gestión ha sido más lenta y compleja, precisamente por esa ausencia de canales alternativos a la financiación bancaria, desde las propiedades por los mercados de bonos, hasta las distintas modalidades de capital riesgo o las vías diversas de titulación de activos.

Mercado único de capitales

Por EMILIO ONTIVEROS

DEBEMOS REDUCIR EL PESO QUE TIENEN LOS BANCOS A LA HORA DE FINANCIAR A FAMILIAS Y EMPRESAS

LOS GOBIERNOS TIENEN QUE ASUMIR SU PAPEL EN LA EDUCACIÓN FINANCIERA

La contracción en el crédito bancario fue, efectivamente, la señal más explícita de llegada de la crisis a la eurozona y su persistencia en estos años es una de las diferencias en la dificultad que ha presentado su gestión frente a la llevada a cabo en EEUU. La mortalidad empresarial por asfixia financiera y la prolongación de bajos ritmos de crecimiento económico y del empleo siguen contrastando con los resultados observados en el epicentro de la crisis.

Fortalecer la resistencia a shocks como el que llegó en el verano de 2007 puede, efectivamente, conseguirse con una menor importancia relativa de la deuda bancaria en la estructura financiera de las empresas. Pero la diversificación de fuentes de financiación es igualmente necesaria para el desarrollo empresarial, para la financiación del nacimiento de empresas y del

crecimiento de las de menor dimensión. Es necesario que empresas recién nacidas, con riesgos mayores pero también con mayores posibilidades de crecimiento o de aportación de rentabilidad, puedan encontrar financiación a sus proyectos, aun cuando esta no tuviera origen bancario. De la misma forma, un mercado único de capitales que libere cualquier barrera a la inversión transfronteriza, podría traducirse en menores costes de financiación para las empresas de menor dimensión.

Se trata, en definitiva, de que las empresas puedan acceder a fuentes de financiación disponibles dentro y fuera de la UE. Y con ello, conseguir financiar también esos proyectos de infraestructuras que conforman el otro gran objetivo del plan Juncker. Para ello, la Comisión se propone aliviar algunas de las restricciones que pesan sobre las inversiones en determinados tipos de infraestructuras en la regulación de las compañías de seguros y fondos de pensiones.

Modificaciones normativas serán igualmente necesarias para que los ahorradores dispongan de mayores opciones en la movilización de sus ahorros. En concreto para aumentar la preferencia de los inversores individuales por los mercados de acciones, también muy reducida en comparación con EE UU. En realidad, en la UE la proporción de inversores individuales entre todos los accionistas está por debajo de la mitad de lo que era en los años setenta del siglo pasado. La falta de confianza en esos mercados puede ser una de las razones y, como el propio comisario sugiere, será necesario aumentar la transparencia y armonizar los estándares de rendición de cuentas de las empresas cotizadas.

Actuaciones pueden ser necesarias en la fiscalidad, en la armonización de los rendimientos del capital o en la reducción de los desincentivos asociados a la doble

tributación. Pero tampoco cabe descartar la revisión de las ventajas fiscales asociadas a la deuda frente a las formas de financiación basadas en los recursos propios, con el fin de fomentar la captación de capital. Las diferencias regulatorias sobre los procedimientos de insolvencia son otro de los ámbitos a homogeneizar. Por último, pero no menos importante, el desarrollo de los mercados de capitales exigirá que las estructuras macroprudenciales, tanto a nivel nacional como comunitario, sean capaces de reaccionar adecuadamente a episodios de inestabilidad en los mercados de capitales.

Un aspecto importante del proyecto es su vocación paneuropea, más allá de la eurozona. Y eso nos remite necesariamente a la conveniencia de que Reino Unido, con la City londinense como principal centro financiero de la UE, no quede excluida del proyecto. A diferencia de lo ocurrido con la Unión Bancaria, de la que no forma parte, el gobierno británico ha comprometido sus esfuerzos por contribuir a su buen funcionamiento. En realidad, una de las condiciones de éxito de ese proyecto deberá ser no solo el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales, sino el impulso a la financiación transfronteriza de proyectos de inversión, con independencia de donde estén localizadas esas oportunidades.

El Consejo ya estableció a la Comisión el pasado día 18 una serie de prioridades a corto plazo entre las que se encuentra el fomento de la titulación de activos bancarios, "simple transparente y estandarizada" compatible con las exigencias de la nueva regulación bancaria. De forma similar destaca la prioridad de estimular las vías de financiación a través de fondos de capital riesgo, de la extensión de las modalidades de crowdfunding y cualquier otra vía de financiación alternativa que pueda contribuir al apoyo de empresas pequeñas y de elevado crecimiento. Todo ello, preservando la protección de los inversores.

La financiación bancaria tardará tiempo en dejar de ser dominante en toda Europa, especialmente para las pymes, pero ese horizonte de mayor desarrollo e integración de los mercados de capitales, es una buena referencia. Es obvio que el impacto más favorable derivado de las mayores posibilidades de financiación tendría lugar en aquellos sistemas financieros menos diversificados, entre ellos el español. Por el momento sería bueno que las autoridades nacionales asumieran la intensificación de la educación de emisores e inversores en los mercados de capitales, el cabal conocimiento de sus derechos y obligaciones.