

LA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: NUEVOS DESARROLLOS

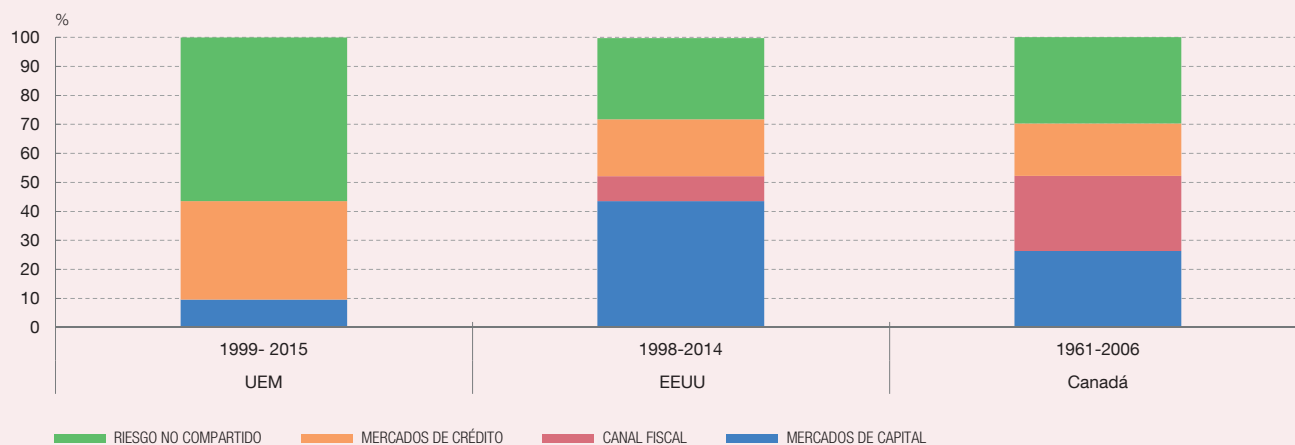
Este recuadro fue publicado anticipadamente el 4 de septiembre

El proyecto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que se puso en marcha en Europa en los años noventa del siglo pasado, no contemplaba una unión monetaria completa desde su inicio, dejando importantes aspectos para su desarrollo posterior. Más de dos décadas después, existen todavía carencias significativas en la configuración institucional de la UEM; entre ellas, el escaso desarrollo de unos mercados de capitales europeos lo suficientemente profundos e integrados. Dada su relevancia, la Comisión Europea mantiene el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) como uno de sus objetivos prioritarios y ha dado ya pasos significativos en esta dirección. Una vez completado el primer Plan de Acción, que puso en marcha en 2015, la Comisión está trabajando en la elaboración de un segundo paquete de medidas, que presentará este otoño. La salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) —país que alberga el mercado de capitales más importante de Europa—, la situación creada por la crisis sanitaria del Covid-19 y las necesidades de reconstrucción económica

que conlleva hacen que el funcionamiento fluido de los mercados de capitales europeos adquiera aún una mayor relevancia.

Los beneficios que se derivarían de disponer de una UMC plena son importantes. En Estados Unidos, la existencia de unos mercados de capitales profundos e integrados permite que las perturbaciones que afectan a un estado de la unión se absorban de manera agregada en una proporción elevada¹, lo que constituye un canal de compartición de riesgos y proporciona estabilidad al conjunto del área monetaria. Por el contrario, la fragmentación que caracteriza a los mercados financieros de la UEM implica que esta tenga una menor capacidad para compartir y diversificar riesgos (véase gráfico 1). En el caso de Estados Unidos, esa capacidad deriva, en parte, del propio tamaño de sus mercados de capitales, muy superior en términos de PIB al de los mercados de la UE-27 (véase gráfico 2)², y de una elevada diversificación geográfica de las carteras, frente al sesgo nacional que predomina en Europa³.

Gráfico 1
POTENCIA DE LOS CANALES DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)



FUENTES: Banco de España, J. Méltz y F. Zumer (2002), «Regional redistribution and stabilization by the center in Canada, France, the UK and the US: A reassessment and new tests», *Journal of Public Economics*, vol. 86, noviembre, y R. Hepp y J. von Hagen (2013), «Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006», *Oxford Economic Papers*, vol. 65, enero.

a Estimado según la metodología de P. Asdrubali *et al.* (1996), «Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, que aproximan qué porcentaje de las perturbaciones que registra el PIB de una economía se traslada a la renta y a las decisiones de consumo de sus residentes.

1 En concreto, la compartición de riesgos hace referencia a la proporción en que las perturbaciones que afectan al PIB de un país o región se trasladan al consumo de sus agentes, de forma que existe una compartición total si el consumo no se ve afectado ante un *shock* y nula si todos los *shocks* se trasladan al consumo, sin amortiguamiento.

2 Véase N. Balta y J. Delgado (2008), «Home Bias and Market Integration in the EU», *CESifo Economic Studies*, vol. 55, 1/2009, pp. 110-144.

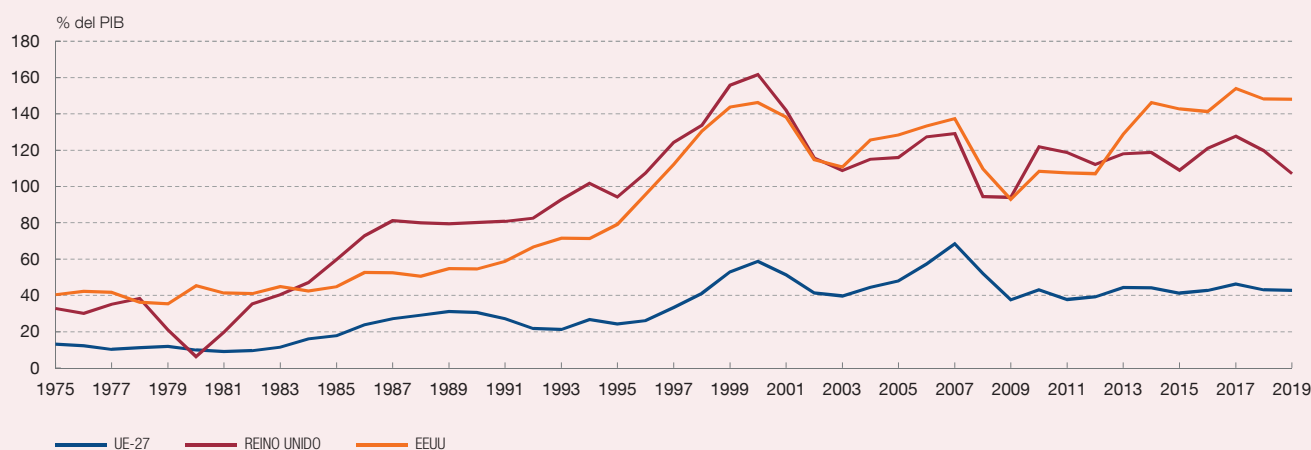
3 Véase P. Hernández de Cos, «Reflexiones sobre la estabilidad financiera global y la Unión de los Mercados de Capitales», Conferencia anual de los Mercados de Capitales en España, AFME y AEB, 13 de febrero de 2020.

LA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: NUEVOS DESARROLLOS (cont.)

Además, la UMC es un complemento necesario de la Unión Bancaria dentro de la UEM⁴. Unos mercados de capitales más desarrollados permiten que el sector real de la economía pueda alcanzar una mayor diversificación de sus fuentes de financiación y facilitan la financiación de actividades importantes para el crecimiento económico, como las inversiones sostenibles o en innovación, que, en ocasiones, enfrentan dificultades para financiarse a través del canal bancario⁵. Por otra parte, hay evidencia de que, en el contexto de la Unión Bancaria, la existencia de unos mercados de capitales integrados es necesaria para lograr una compartición de riesgos eficiente cuando la economía se enfrenta a *shocks* de oferta; en general, estos *shocks* tienen un efecto de primer orden sobre el valor de mercado de los activos, que puede compartirse mejor a través de posiciones transfronterizas sobre el capital privado⁶.

Con el objetivo de conseguir un pleno desarrollo de los mercados de capitales en Europa, el Plan de Acción de 2015 de la Comisión Europea se articuló en torno a una serie de prioridades: facilitar la financiación de las empresas, especialmente de las pymes; promover la inversión en proyectos sostenibles y en infraestructuras; eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza, y crear nuevas oportunidades para los ahorradores, así como atraer capitales de fuera de la UE. Aunque las medidas adoptadas bajo este plan han representado un paso adelante en la construcción de la UMC, esta es una meta de largo plazo y queda todavía un extenso camino por recorrer⁷. Los indicadores disponibles muestran que los mercados de capitales de la UE continúan estando fragmentados a escala nacional⁸; el sector no financiero europeo sigue presentando una dependencia elevada de la

Gráfico 2
CAPITALIZACIÓN TOTAL DEL MERCADO CON RESPECTO AL PIB



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Banco Mundial y CEIC.

4 Véase M. Hoffmann, E. Maslov, B. E. Sorensen y I. Steweny (2019), *Channels of Risk Sharing in the Eurozone - What Can Banking and Capital Market Union Achieve*, University of Houston.

5 Los aspectos diferenciales que caracterizan este tipo de inversiones —entre otros, un rendimiento esperado muy incierto, un horizonte temporal muy dilatado antes de que los proyectos lleguen a término y la predominancia de activos intangibles en el retorno de estos— implican que, con frecuencia, la deuda no sea el instrumento más adecuado para financiar estas iniciativas y que las empresas innovadoras que agotan sus fuentes internas de financiación deban recurrir a los mercados de capitales para obtener los fondos necesarios con los que desarrollarlas. Para más detalles sobre la importancia de los mercados de capitales en la financiación de este tipo de proyectos, véase L. de Guindos (2020), «*Capital markets union: the role of equity markets and sustainable finance*».

6 Véase J. Martínez, T. Philippon y M. Sihvonen (2019), *Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Risk Sharing Via Banks and Markets*, NBER Working Paper, n.º 26026.

7 Véanse The Next CMU High-Level Group (2019), «Savings and Sustainable Investment Union»; CEPS-ECMI (2019), «Rebranding Capital Markets Union. A market finance action plan», y New Financial (2019), «A New Sense of Urgency: The Future of Capital Markets Union».

8 La integración de los mercados de capitales dentro de la UE, medida por un indicador compuesto de finanzas transfronterizas (el *Cross-border Finance Indicator*), apenas mejoró en 2018. Véase AFME (2019), *Capital Markets Union — Key Performance Indicators*, segunda edición.

LA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: NUEVOS DESARROLLOS (cont.)

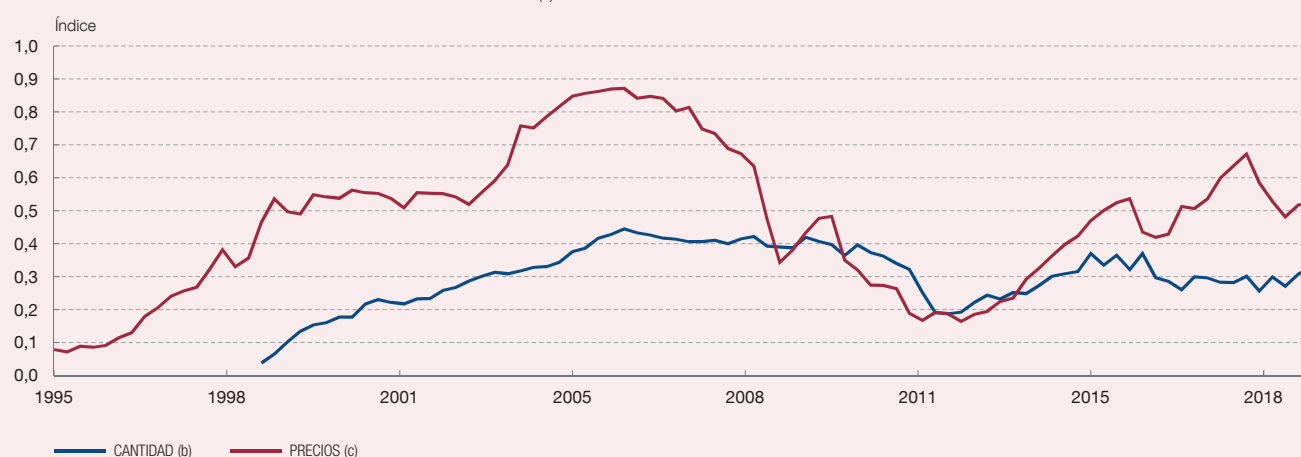
financiación bancaria⁹, y la proporción de fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes Estados miembros de la UE no muestra una tendencia robusta al alza y se mantiene por debajo de los niveles previos a la crisis financiera¹⁰. En la práctica, la integración financiera en la UEM ha registrado avances y retrocesos en el tiempo, estos últimos ligados fundamentalmente a la incidencia de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana europea, como muestran los indicadores sintéticos que elabora el Banco Central Europeo (véase gráfico 3)¹¹.

En este contexto, y con el objetivo de tener un diagnóstico actualizado y definir un conjunto de propuestas clave para dar un nuevo impulso al proyecto de la UMC, la Comisión puso en marcha a finales de 2019 un foro de alto nivel, compuesto por un amplio grupo de expertos, cuyas recomendaciones se publicaron en junio de 2020¹². El informe identifica 17 conjuntos de medidas —definidas

de manera concreta y granular—, que se agrupan en torno a cuatro ejes de actuación, como se detalla en el esquema 1: i) la canalización de la oferta de fondos hacia los mercados de capitales, favoreciendo el ahorro y la participación de los ahorradores últimos en los mercados; ii) la satisfacción de la demanda de financiación de las empresas —especialmente de las pymes—, favoreciendo su participación en los mercados de capitales; iii) el desarrollo de infraestructuras de mercado paneuropeas, y iv) el impulso de la integración transfronteriza, donde se incluyen algunas de las iniciativas más controvertidas, como la armonización de las retenciones impositivas y de los procedimientos de insolvencia, y el refuerzo de la supervisión de los mercados financieros a escala europea.

La Comisión prevé lanzar un nuevo plan de acción para la UMC en el otoño de 2020, nutriéndose en gran medida de las recomendaciones del Foro de Alto

Gráfico 3
INDICADORES DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL ÁREA DEL EURO (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Los indicadores de integración elaborados por el BCE son indicadores sintéticos, contruidos a partir de varios componentes. Para más detalles, véase P. Hoffmann, M. Kremer y S. Zaharia (2019), *Financial integration in Europe through the lens of composite indicators*, Working Paper Series, n.º 2319, BCE, septiembre.
- b El indicador de cantidades se elabora a partir de cinco indicadores de los mercados monetarios, de bonos y de renta variable.
- c El indicador de precios se elabora a partir de diez indicadores de los mercados monetarios, de bonos, de renta variable y del mercado bancario minorista.

9 En 2018, el 88 % de la nueva financiación a empresas no financieras en la UE provino de entidades de crédito, y solo el 12 %, de los mercados de capitales. Véase AFME (2019), *op. cit.*

10 Véase AFME (2019), *op. cit.*

11 Véase BCE (2020), *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, marzo.

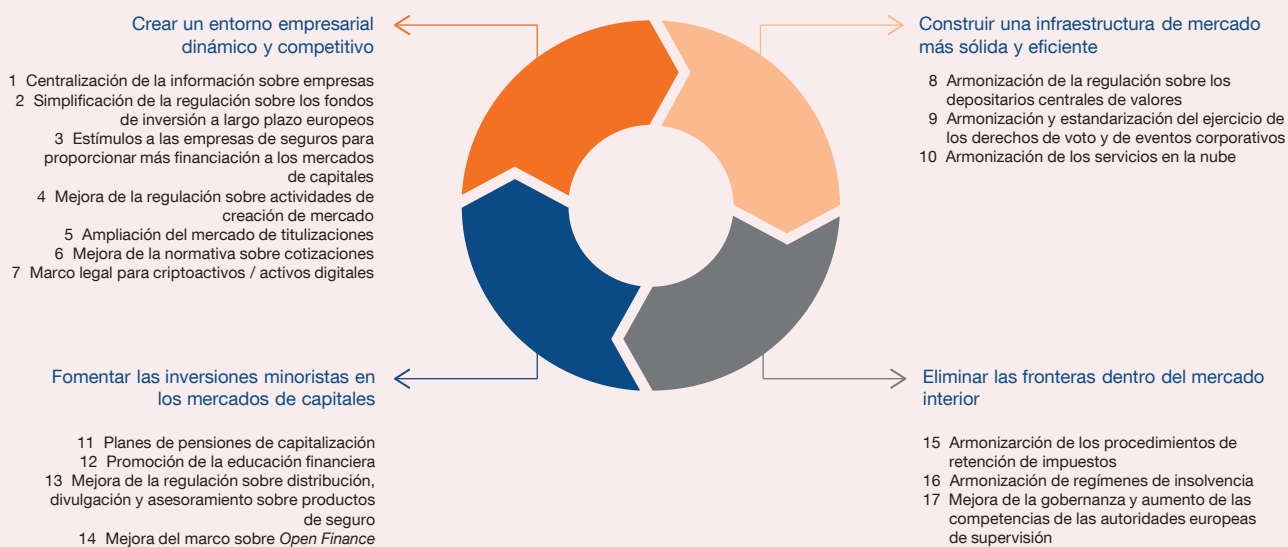
12 Véase «A new Vision for Europe's capital markets», Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, 2020.

LA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: NUEVOS DESARROLLOS (cont.)

Nivel¹³. Algunas de las palancas que pueden y deben catalizar el proyecto de la UMC hacia el futuro están bien identificadas en esas recomendaciones¹⁴: la convergencia supervisora y el eventual establecimiento de un supervisor único de mercados a escala europea; la focalización en las finanzas sostenibles, para cimentar el liderazgo europeo globalmente en un segmento con elevado potencial; la mejora de la regulación de las titulizaciones, para agilizar la capacidad de préstamo de los bancos; y el impulso a la financiación de mercado de las pymes y el desarrollo de los mercados de capital riesgo. Por otro lado, la creación de un activo seguro europeo es fundamental para proporcionar a los mercados en euros la necesaria profundidad, aunque este instrumento, que es importante también en otras dimensiones, quede por el momento fuera del proyecto de la Comisión¹⁵.

De manera más general, es importante recordar que la construcción de la UMC es un proyecto complejo, que requiere adoptar medidas y cambiar regulaciones en ámbitos muy diversos, y que involucra responsabilidades no solo de la UE, sino también —y fundamentalmente— de cada uno de los Estados miembros. En este sentido, la voluntad política de las distintas autoridades implicadas para acometer las medidas requeridas, ceder responsabilidades y eliminar líneas rojas es crucial. Además, es necesario que el plan tenga la ambición suficiente para abordar los aspectos más controvertidos y que las iniciativas propuestas estén bien interconectadas. En resumen, para evitar la dispersión de esfuerzos y la pérdida de impulso, es imprescindible concitar la mayor ambición política posible para superar los obstáculos que durante décadas han frenado la construcción de la UMC.

Esquema 1
SÍNTESIS DE LAS RECOMENDACIONES DEL FORO DE ALTO NIVEL SOBRE LA UMC (a)



FUENTE: Banco de España.

a Basado en el contenido del informe final del Foro de Alto Nivel sobre la UMC, «A new Vision for Europe’s capital markets».

13 A finales del mes de julio, en el contexto de la respuesta a la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, la Comisión propuso ya la adopción de un paquete de iniciativas encaminadas a facilitar la recapitalización de las empresas, a canalizar recursos de los inversores hacia el sector real y a facilitar las titulizaciones por parte de las entidades. Véase «Coronavirus response: How the Capital Markets Union can support Europe’s recovery».

14 Véase K. Janse y R. Strauch, «Momentum builds for Europe’s capital markets union», European Stability Mechanism Blog, 22 de junio de 2020.

15 Véase P. Hernández de Cos (2019), «The EMU at 20: from divergence to resilience», Welcome address, Third Annual Research Conference of the Banco de España.