



Policy Brief nº 19 “La unión de mercado de capitales ante el Next Generation EU”

EUROPEG RESALTA QUE LOS FONDOS NEXT GENERATION PUEDEN AYUDAR A REFORZAR LA UNIÓN DEL MERCADO DE CAPITAL DE LA UE FRENTE A EE.UU.

- El grupo de Opinión y Reflexión en Economía Política europeG reconoce en su último *Policy Brief* que el peso de los bonos corporativos y las acciones en Estados Unidos (EE.UU.) cuatriplica el de España y Europa
- Cree que se han producido avances importantes en la unión de mercado de capitales (UMC) en Europa, pero cree que queda mucho camino por recorrer para acercarse a Estados Unidos, el principal referente
- Resalta la necesidad de potenciar y alinear las prioridades y ejes estratégicos de la UMC con el máximo efecto amplificación de los fondos Next Generation
- Los avances de los últimos años no son suficientes para erradicar una visión del sistema financiero que tiene un excesivo peso de la intermediación bancaria en la financiación empresarial
- La mayor brecha entre Europa y Estados Unidos se da en aquellas fuentes de financiación más apropiadas para financiar inversiones innovadoras y de riesgo, como es el capital semilla y el capital de crecimiento
- Uno de los grandes problemas tiene que ver con la regulación de las insolvencias, por lo que se propone armonizar aspectos sustanciales de los regímenes nacionales para fomentar la inversión transfronteriza en la UE
- Otro gran obstáculo es la asimetría en el tratamiento fiscal de la deuda y los recursos propios y se plantea la posibilidad de crear nuevas deducciones al nuevo capital compensadas con una menor deducción de la deuda
- La integración ha sido mayor en los mercados de deuda pública, aunque la Comisión no ha conseguido erigirse como el ancla y la referencia de un emisor soberano europeo
- La Unión Europea sí es el principal centro mundial del mercado de valores sostenibles y recibirá un nuevo impulso con los fondos Next Generation

El Grupo de Opinión y Reflexión en Economía Política europeG presentó hoy en Barcelona su *Policy Brief* número 19 titulado ‘La unión de mercado de capitales ante el Next Generation EU’, elaborado por el vicepresidente de Analistas Financieros Internacionales (Afi), Ángel Berges, Ricardo Pedraz y Emilio Ontiveros a título póstumo. El documento se presentó en la sede de CaixaForum-Macaya en colaboración de la Asociación de Periodistas de Información Económica de Cataluña (APIEC) en un acto en el que participaron los autores y el director de europeG, Antoni Castells. En este *Policy Brief*, europeG analiza el grado de desarrollo de la unión de mercado de capitales y resalta la necesidad de potenciarla y alinear sus prioridades y ejes estratégicos con el máximo efecto amplificación de los fondos Next Generation EU (NGEU). En el informe se reconoce que, transcurridos siete años desde el lanzamiento de la unión de mercado de capitales como complemento natural de la unión bancaria, se han producido avances importantes, pero queda mucho camino por recorrer, especialmente cuando se contrasta con Estados Unidos, cuyo sistema financiero es la referencia hacia la que se quiere converger.

Nota de Prensa
27/06/2023

El principal objetivo de la Unión del Mercado de Capitales (UMC) es incentivar la diversificación de fuentes de financiación para el tejido empresarial para reducir su excesiva dependencia de la financiación bancaria. Sin embargo, siete años después, tanto en España como en Europa sigue primando una elevada presencia de los activos bancarios, que superan el 200% del PIB, casi el doble de lo que representan en Estados Unidos. Estados Unidos, por su parte, tiene mucha mayor presencia de los mercados de capitales en todos sus segmentos, pero sobre todo en los referidos a emisores privados, pues el peso de bonos emitidos por el Tesoro es bastante similar en uno y otro lado del Atlántico, y tiene más que ver con el endeudamiento público acumulado en unas y otras jurisdicciones. De hecho, el peso que los bonos empresariales y acciones representan sobre el PIB en Estados Unidos es entre tres y cuatro veces su equivalente en Europa o España. La brecha se ve ampliada por el hecho de que en Europa dichos mercados se encuentran extraordinariamente fragmentados y distan mucho de conformar un mercado integrado, lo que se traduce en niveles muy reducidos en profundidad y liquidez.

*Tabla 1: Sistema Financiero de Estados Unidos, Eurozona y España:
Distribución por segmentos, al cierre de 2021*

(cifras aproximadas, en billones de euros y en % s/PIB)			
	EEUU	Eurozona	España
Activos bancarios	22 (120%)	24 (200%)	2,5 (200%)
Bonos Tesoro (saldo vivo)	22 (120%)	11 (95%)	1,3 (115%)
Bonos empresas (saldo vivo)	8 (40%)	1,5 (18%)	0,2 (15%)
Acciones (capitalización)	46 (220%)	10 (80%)	0,8 (65%)

Fuente: elaboración propia sobre datos de Reserva Federal, Eurostat, BCE, European Stock Exchange Federation.

Según el *Policy Brief*, los avances conseguidos son destacables, pero no consiguen erradicar una visión del sistema financiero con un excesivo peso de la intermediación bancaria en la financiación empresarial, en detrimento de fuentes de financiación captadas en mercados, tanto en recursos ajenos (bonos), como sobre todo recursos propios (acciones). Entre los avances más significativos, destaca que, en poco más de una década, las empresas europeas han doblado el peso que en sus fuentes de financiación representan las obtenidas en mercados de capitales, pero sigue siendo “extremadamente reducido”, apenas un 20%. Otro aspecto positivo es que ha aumentado el censo de empresas que apelan a dichos mercados, con la incorporación de empresas de menor dimensión que emiten por primera vez.

La mayor brecha entre Europa y Estados Unidos se da en aquellas fuentes de financiación más apropiadas para financiar inversiones innovadoras y de riesgo, como es el capital semilla y el capital de crecimiento. En estos instrumentos de capital, previos a la salida a cotización a los mercados de capitales, el volumen alcanzado en Estados Unidos supera a Europa en un factor de más de diez veces. En parte, dicha situación se debe al menor tamaño empresarial promedio de las empresas europeas y la mayor aversión al riesgo del ecosistema de inversores comunitarios, pero existen otros motivos de carácter más técnico, como la regulación de las insolvencias y reestructuraciones empresariales.

En este sentido, la Unión Europea se caracteriza por una gran dispersión e ineficiencia en marcos de insolvencia empresarial, lo que origina grandes focos de incertidumbre sobre los procedimientos concursales. Por ejemplo, el periodo medio de recuperación en procedimientos de insolvencias puede oscilar entre 0,6 y 7 años entre los diferentes países y los costes judiciales asociados pueden hacerlo entre 0% y 10%. En este sentido, el informe de europEG sostiene que el establecimiento de unos estándares homogéneos, o al menos armonización en los aspectos más sustanciales de los regímenes nacionales de insolvencias, sería altamente deseable y tendría efectos muy beneficiosos para la inversión empresarial transfronteriza en la UE, que en última instancia constituye uno de los grandes objetivos de la unión de mercado de capitales.

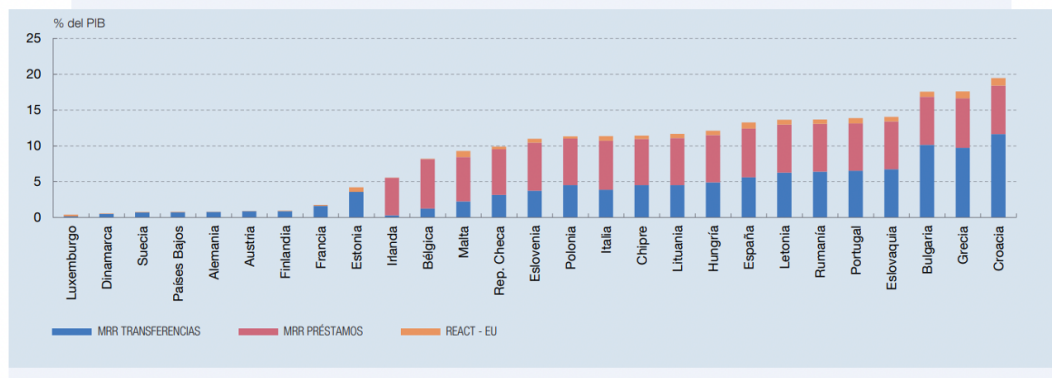
Otro de los grandes obstáculos es la diferencia que existe en el tratamiento fiscal de los instrumentos de deuda y los recursos propios en la financiación empresarial. Los intereses de la deuda son deducibles fiscalmente en la mayoría de los países, pero no el coste de los recursos propios (dividendos, y/o ganancias de capital), lo que supone un claro incentivo para fundamentar el crecimiento empresarial en el endeudamiento excesivo, a pesar de que los recursos propios son una fuente de financiación más estable y favorable al crecimiento empresarial.

Existen iniciativas para establecer reglas comunes para reducir el sesgo a favor de la deuda y limitar la deducción fiscal de intereses en el Impuesto de Sociedades. Dada la delicada situación de las finanzas públicas en la mayoría de los países europeos, en el *Policy Brief* se sostiene que tal vez no sea el momento de incorporar deducciones fiscales adicionales, a no ser que formen parte de un paquete agregado, en el que la deducción fiscal al nuevo capital se compense con una menor deducción de la deuda. De hecho, ha habido experiencias de fijar un tope a los intereses deducibles para evitar el excesivo endeudamiento en compras apalancadas, que terminaron llevando a insolvencia a bastantes empresas, incluso sanas, a las que se cargó de una deuda no necesaria para el negocio.

Mercados de bonos soberanos y paneuropeos

Según el *Policy Brief*, la integración ha sido sustancialmente mayor en los mercados de deuda pública, a lo que sin duda han contribuido las compras de activos del Banco Central Europeo y el objetivo de la política monetaria de evitar la fragmentación de dichos mercados. Además, a esta integración contribuirá todavía más la presencia de la Comisión como emisor directo de bonos y pagarés en el marco del plan de financiación del Programa NGEU, que constituye un esfuerzo sin precedentes en la construcción europea. Además, proporciona una oportunidad histórica para alinear el desarrollo de los mercados financieros, sobre todo los mercados de capitales, con los objetivos del programa, lo que pasa por cerrar esa brecha con Estados Unidos.

Gráfico 4. NGEU, por Países- Distribución entre Préstamos y Transferencias



Fuente: Banco de España, Informe Anual 2020. Pag 211

A pesar de los mayores avances en los mercados de deuda, la Comisión no ha conseguido erigirse como el ancla y la referencia de un emisor soberano europeo (*“safe asset”*), ya que muchos inversores siguen prefiriendo la deuda doméstica, aunque los bonos europeos coticen con una rentabilidad más elevada y con un menor riesgo, al ser triple A el emisor. Para que la deuda comunitaria se convierta en emisor de referencia se necesitan avances que asuman una mayor europeización, como puede ser un marco de emisiones recurrente, más allá del impacto puntual asociado al programa Next Generation.

Las emisiones derivadas del NGEU han sido importantes, pero siguen adoleciendo de una consideración integrada por los mercados. Se perciben como un *“hecho temporal”*, lo que perjudica notablemente su cotización. En este sentido, sería necesario incidir en un compromiso de largo plazo de recurrencia al mercado que permitiera a los agentes valorar a la Comisión como



un emisor importante y constante, y no como un ente supranacional que sólo apuesta por esta vía en momentos puntuales. Además, sería positivo que el presupuesto comunitario tuviera una menor dependencia de las aportaciones nacionales y que creciera la contribución de impuestos europeos para “desnacionalizar” sus ingresos. Así, la deuda dejaría de identificarse como un producto mutualizado entre países, apoyada en la transferencia de fondos reembolsables desde la Comisión a los Estados que también incentiva ese desarrollo de fuentes de diversificación.

Mercados de bonos verdes

La Unión Europea se erige como el principal centro mundial del mercado de valores sostenibles, tanto en su dimensión emisora, como inversora, como de moneda de denominación. Además, teniendo en cuenta el menor sesgo doméstico que dicho mercado presenta, en gran medida por el predominio de emisores de gran dimensión y alcance geográfico, las bases están sentadas para el desarrollo de una verdadera unión de mercados de capitales verde, con una celeridad e intensidad mucho mayor de lo que ha sido el caso con la UMC en general.

A ese avance hacia una UMC verde contribuirá el programa de emisión de *NGEU Green Bonds* por parte de la Comisión, por cerca de 200.000 millones en 5 años, lo que situará a la Comisión como el mayor emisor de bonos verdes del mundo. Sus bonos se erigirán en el ancla de un mercado europeo integrado de tales bonos, que debe actuar como tractor y estimulador para que numerosos emisores europeos sigan ese camino. Para que ese papel tractor de la CE sea efectivo, y ayude a construir un mercado integrado de emisores privados que tome el relevo de la CE como emisor público, hay que avanzar en asumir más Europa, hacer de la misma un reto común.

PUEDES ACCEDER AL POLICY BRIEF COMPLETO EN <https://europeg.com/es/>

Sobre EuropeG

EuropeG nace el año 2011 en el marco de la Fundación Institut d'Economia de Barcelona (IEB) con vocación de contribuir a la creación y divulgación de opinión cualificada sobre temas considerados especialmente relevantes en el ámbito de la economía y la orientación de la política económica en España y Europa. El objetivo es analizar y ofrecer propuestas a los actores relevantes en los ámbitos institucional, económico, social y político. Para esta función se nutre de la investigación realizada por centros de investigación y por departamentos universitarios, así como de las aportaciones de sus miembros. EuropeG pretende establecerse como puente, riguroso y con un elevado capital de credibilidad y prestigio, entre el mundo académico y la opinión pública, con el objetivo de contribuir a crear consensos básicos y transversales en los temas en los que intervenga y aspira a ejercer una tarea de liderazgo en el terreno del pensamiento. Los miembros de EuropeG son:

Antoni Castells (Director), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, es catedrático de Hacienda Pública de la Universidad de Barcelona

Josep Oliver (Codirector), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona, es catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Barcelona

Emilio Ontiveros (f), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid, es catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid

Martí Parellada, Doctor en Ciencias Económicas y catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona

Gemma García (coordinadora), Doctora con premio extraordinario en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, es profesora de Economía Aplicada en dicha universidad.

Contacto

Pablo Fernández (+34 619 21 25 96) pablo.fernandez@viewppoint.es

Teresa Lázaro (+34 636 80 20 93) teresa.lazaro@viewpoint.es