

La unión del mercado de capitales: una visión crítica

José M^a Roldán Alegre
Presidente de la AEB

Universidad Internacional Menéndez Pelayo
APIE

Santander, 15 de junio de 2016

La nueva Comisión Europea, presidida por Jean Claude Juncker, ha lanzado como proyecto estrella de su mandato el denominado plan Juncker de inversiones, cuyo éxito depende estrechamente de otra iniciativa sumamente importante, la de la Unión del Mercado de Capitales (CMU), que no es sino promover la generación de un mercado financiero europeo (y no sólo para la eurozona) profundo, integrado y diversificado, a imagen y semejanza del existente en otros países, en concreto en los Estados Unidos.

Como el título bien indica, mi intervención de hoy en esta Universidad tratará de dar una visión crítica de esta importantísima iniciativa de la Comisión Europea. Esta visión crítica, he de aclarar, no se refiere a la idea en sí misma de la Unión de Mercado de Capitales, sino a su ejecución práctica. Por el contrario, la CMU no sólo constituye un proyecto muy importante para la UE, sino que incluso resulta un elemento fundamental para complementar la Unión Bancaria. Esa visión crítica no tiene por objeto poner en duda el proyecto, sino que busca garantizar su viabilidad. Pero antes de entrar en esa crítica constructiva, repasemos el proyecto de CMU, tanto su motivación como sus principales rasgos.

1. EL MERCADO FINANCIERO EUROPEO: ALGUNAS CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES

Cuando se compara el sistema financiero europeo con el de los Estados Unidos, no es difícil identificar algunas características diferenciales. En primer lugar, el peso de la financiación bancaria en Europa es mucho más prevalente que en los Estados Unidos. Grosso modo, mientras que en Europa el sector privado no financiero (familias y empresas) se financia en un 75% vía bancos y en un 25% a través de los mercados, en los Estados Unidos la proporción es la contraria: sólo un 25% de la financiación de la economía productiva se realiza mediante financiación bancaria. En segundo lugar, el peso relativo de instrumentos de deuda frente a instrumentos de capital (acciones) es también marcadamente distinto: a finales de 2015 la financiación neta (resultante de computar pasivos menos activos financieros) de las empresas no financieras en los Estados Unidos estaba formada en tres cuartas partes por instrumentos de capital (acciones y reservas), mientras que en Europa la financiación neta vía instrumentos de capital no llegaba al 50% (esto es, la deuda representa más del 50% de la financiación neta)¹.

¹ Fuente: Banco de Francia.

En definitiva, por lo que respecta a la estructura de financiación del sector empresarial no financiero, Europa presenta dos rasgos diferenciales frente a los Estados Unidos: una mayor dependencia de la financiación bancaria y un menor uso de instrumentos de capital.

Estas diferencias van más allá de las grandes cifras. Así, indudablemente, Estados Unidos tiene un ecosistema financiero mucho más diverso, con una importante presencia, por ejemplo, de fondos de *private equity* y de adquisición de activos dañados (*distressed assets funds*), tan relevantes para la gestión de la post crisis. Además, posee otras figuras singulares, como las *government sponsored entities* que actúan en los mercados hipotecarios (las famosas Fannie Mae y Freddie Mac) y que explican en parte el bajo peso de la financiación bancaria en los Estados Unidos, pues las hipotecas sobre vivienda no permanecen en los balances bancarios, sino que son titulizadas y vendidas a estas agencias.

En otras cuestiones, las diferencias no son tan grandes como a veces se piensa. Por ejemplo, el número de bancos a ambos lados del Atlántico son similares: en los Estados Unidos hay unos 6.000 bancos, frente a los 5.270 de la eurozona o los 6.800 existentes en la UE en su conjunto. O, si pensamos en la mayor institución bancaria americana, JP Morgan, su peso sobre el PIB americano, un 18%, no es tan distinto del 20% del mayor banco de la eurozona por tamaño de balance, BNP Paribas (cosa distinta sería si su peso se midiera sobre el PIB francés, algo que ya no tiene sentido en la Unión Bancaria). Si tomamos los datos de finales de 2015 para los Bancos Sistémicos Globales en los Estados Unidos y la Eurozona (los seis mayores en cada bloque económico), su peso conjunto es del 72% en los Estados Unidos frente a un 92% en la eurozona, esto es, el área del euro se sitúa por encima, pero no de una forma significativa². En definitiva, los sistemas financieros en la eurozona y en los Estados Unidos difieren significativamente, aunque algunas de las cifras, como las relativas al peso relativo de los bancos sobre la economía, señalan que no tanto como a veces se piensa.

Antes de la crisis de 2007/2008, estas diferencias tenían un carácter casi anecdótico: ellos eran de una manera y nosotros de otra. Pero habida cuenta del mayor éxito de los Estados Unidos tanto en la velocidad de recuperación tras la crisis como en el nivel del PIB alcanzado, es legítimo, incluso obligado, preguntarse si la tipología del sistema financiero europeo es una rémora para el crecimiento en la eurozona.

²Fuente: Global capital Index de la FDIC y elaboración propia.

1. POTENCIALES EFECTOS

Las diferencias en la estructura del sistema financiero en la eurozona respecto al de los Estados Unidos pueden tener implicaciones en escenarios de riesgo financiero, esto es, de crisis.

En primer lugar, es obvio que una mayor diversificación de la financiación del sector privado, un menor peso de la banca y un mayor peso del mercado, permite diluir entre un mayor número de agentes los costes económicos de una crisis, reduciendo así la concentración del daño en los balances bancarios y, con ello, limitando los potenciales problemas de restricción de crédito. Pero aunque resulta obvio que necesitamos más y mejores mercados de capitales, tampoco podemos obviar que un sistema financiero más basado en los mercados será también más procíclico y sufrirá ajustes más pronunciados en la crisis que uno basado en los bancos (que apoyan a sus clientes que pasan por dificultades temporales). En definitiva, la mayor presencia de los mercados se deja sentir en una mayor velocidad de ajuste pero también en un ajuste más crudo e intenso. Cuestión distinta es el debate, sobre todo en el mundo anglosajón, sobre el impacto de unos mercados financieros sobredimensionados³. En la medida en que los mercados no sólo financian la economía y anticipan su comportamiento futuro, sino que también influyen en su evolución, analizar esta cuestión no es sólo legítimo, sino imprescindible, si bien excede de los propósitos de esta breve reflexión.

En tiempos turbulentos, un ecosistema financiero más diverso facilita la digestión de la crisis. En concreto, los inversores en activos dañados fueron fundamentales para establecer un suelo firme en la valoración del daño inmobiliario en España y han ayudado activamente a la transformación de empresas no financieras que, como consecuencia de la crisis, presentaban niveles excesivos de endeudamiento. Y qué deseable sería disponer en Europa de unos inversores potentes que pudieran encargarse con agilidad de los activos adjudicados de la banca europea, pues en países como España el problema no es ya la valoración realista de estos, sino más bien la ausencia de inversores institucionales privados con pulmón suficiente como para absorber los volúmenes existentes en los balances bancarios.

³ Se estima que el tamaño de los mercados financieros representa actualmente 15 ó 16 veces el PIB mundial, cuando en los ochenta del siglo pasado era apenas la mitad.

Pero las ventajas de un sistema financiero como el estadounidense no se limitan a los tiempos turbulentos. En Europa tenemos un problema endémico de falta de capital para las empresas, en concreto la ausencia de un sistema eficiente de capital riesgo que financie las nuevas empresas o “start ups”. Si Europa quiere realmente seguir siendo relevante en el siglo XXI debe ganar la batalla del empleo, la productividad y la innovación, y un mercado de capitales más profundo, eficiente, integrado y diversificado es una condición necesaria, aunque no suficiente, para lograrlo.

2. LA UNIÓN DEL MERCADOS DE CAPITALS (CMU)

La Comisión Juncker ha entendido la importancia de la misión de dotar a la Unión Europea de un mercado de capitales integrado que diversifique las fuentes de financiación y, al tiempo, complemente la Unión Bancaria, apoyando así el crecimiento económico europeo. Este proyecto, en cierto sentido, hereda aquella visión política de completar el mercado único, abandonada ante la virulencia de la crisis financiera iniciada en 2007, si bien con un cambio de perspectiva notable: mientras que antes de la crisis la óptica era la de incrementar la eficiencia de los mercados en la Unión, ahora la visión es la de reforzar la estabilidad financiera y caminar en el medio plazo hacia un sistema financiero más diversificado y menos dependiente de los bancos. Desde una perspectiva política, es indudable que su atractivo descansa precisamente en que, aun cuando su propósito es el de completar el proceso de Unión Bancaria, el proyecto no se restringe a la eurozona, sino que de hecho el Reino Unido, con un centro financiero tan potente como Londres, es el mayor beneficiario potencial de esta Unión de Mercados de Capitales.

El enfoque estratégico elegido por la Comisión es el de primar el pragmatismo. Por un lado, se trata de un proyecto a largo plazo que tardará décadas en ser completado. Por otro lado, y para evitar el agotamiento en el apoyo a un proyecto a tan largo plazo, trata de identificar objetivos intermedios alcanzables en el corto plazo (*quick wins* o *low hanging fruits*) que permitan arrancar y mantener la velocidad de crucero de este proyecto y evitar así los riesgos de desfallecimiento del apoyo político típico de procesos de transformación con amplísimos calendarios. Una vez se completaran esos objetivos a corto, se entraría en la segunda fase y se acometerían los de largo plazo, los más complejos.

En cualquier caso, se trata de un proyecto cuyo éxito depende por completo del sector privado. El papel de las autoridades públicas es el de eliminar las barreras legales y regulatorias existentes, pero sólo el sector privado puede conformar ese mercado único de capitales que no puede construirse por decreto ley.

El proyecto de CMU se ordena en torno a 33 medidas que cubren seis áreas de prioridad, que voy a enumerar sucintamente destacando la medida más importante de cada una de ellas:

- Financiar la innovación, las *start ups* y las compañías no cotizadas (propuesta de fondos de capital riesgo paneuropeos, informe sobre el crowdfunding) ;
- Facilitar a las empresas colocar y levantar capital (acciones) en los mercados organizados (modernizar la directiva de folletos, analizar el sesgo hacia la deuda y en contra de los recursos propios en la normativa impositiva de las sociedades);
- Promover la inversión en plazos largos, en infraestructuras y en sostenibilidad (recalibrar Solvencia II para favorecer la inversión a largo plazo en infraestructuras, *call for evidence* del efecto acumulativo de las reformas financieras);
- Promover la inversión institucional y de los minoristas (*green paper* sobre servicios financieros minoristas, estudio sobre la introducción de pensiones europeas personales);
- Aumentar la capacidad del sector bancario para apoyar la economía en su conjunto (explorar la creación de *credit unions* fuera de las normas de solvencia de los bancos, régimen europeo de *covered bonds*);
- Y, por último, facilitar la inversión transfronteriza (armonizar las normas de insolvencia empresarial, eliminar las barreras a la libre movilidad de capitales; eliminar las barreras en las infraestructuras de mercados financieros identificadas en el informe Giovannini; valorar los obstáculos fiscales a la inversión *cross border* en fondos de inversión y de pensiones, revisión del marco supervisor de las ESAs).

3. UNA VISIÓN CRÍTICA Y CONSTRUCTIVA DEL PROYECTO

Vaya por delante que las críticas al enfoque escogido por la Comisión no deben entenderse como una crítica al proyecto en sí. Al contrario, de todos los elementos pendientes para perfeccionar la Unión Bancaria, y por tanto la Unión Monetaria, es el de la creación de un mercado financiero paneuropeo el que tiene una mayor importancia. Además, y desde un punto de vista político, nada despreciable en el contexto de la votación sobre el Brexit, permite afianzar la Unión Monetaria y al mismo tiempo incorporar al proyecto a los miembros de la UE que no son miembros de la Unión Monetaria. Para los países con mercados financieros desarrollados supone una gran oportunidad, y para aquellos nuevos estados miembros, con mercados financieros locales menos desarrollados, representa la posibilidad de desarrollarlos y conectarlos con el mercado paneuropeo.

3.1 El riesgo asociado a una sobreventa política del proyecto de CMU

Sería temerario dudar del compromiso de la Comisión actual con el proyecto de CMU; no en vano es la idea de construcción europea más ambiciosa tras la puesta en marcha de la Unión Bancaria. Pero la propia insistencia en la idea global, sin profundizar en la misma, junto con la estrategia elegida de pragmatismo en el corto plazo, ocultan algunas dificultades en el medio plazo que no pueden ser obviadas si queremos que este proyecto salga hacia delante. Al fin y al cabo, el informe Giovannini identificó en 2001 quince barreras tan sólo en el área de liquidación de valores transeuropea, y sólo en 2016, con la puesta en marcha del proyecto de Target 2 Securities por parte del BCE, estamos empezando a eliminar estas.

En definitiva, la sobreventa política en el corto plazo de un proyecto que requerirá de un capital político considerable en las próximas décadas para ser completado, puede llevar a una cierta frustración si no se observan mejoras en pocos años. La elección de una estrategia pragmática pero relativamente poco ambiciosa en el corto plazo (*las low hanging fruits*), es en este sentido preocupante. Por una parte, hay que reconocer que evita la frustración de no observar resultados a corto plazo pero, por otra, se dejan las reformas más complejas, como la de la armonización de los procesos de insolvencia nacionales, para una fase ulterior, en la que el capital político de apoyo al proyecto de CMU puede haber disminuido.

3.2 La complejidad de algunas de las reformas necesarias en el largo plazo

Las dificultades de algunas de las reformas necesarias para impulsar el proyecto en el medio plazo, las que podríamos llamar las *high hanging fruits*, no pueden ser subestimadas. Por ejemplo, la armonización de los procesos de insolvencia nacionales requerirá de cambios profundos en las normas de los estados miembros de la UE. La Asociación de Mercados Financieros Europeos (AFME) ha identificado algunas de las áreas claves, como son:

- La necesidad de establecer un mecanismo de suspensión de procedimientos concursales, similar al contemplado en el Capítulo 11 de la Ley de Insolvencia estadounidense, que permita emprender reestructuraciones rápidas y eficaces;
- La importancia de facilitar nueva financiación destinada a inyectar capital en las empresas desvalorizadas o la importancia de conceder más derechos a los acreedores para la propuesta de planes de reestructuración viables.

La Comisión ha puesto en marcha un Grupo de Expertos para estudiar los posibles cambios, así como una consulta pública sobre las propuestas en esta materia, cuyo plazo expira en unos pocos días. Pero el mero hecho de que en Mayo de 2015 haya entrado en vigor un Reglamento sobre procedimientos de insolvencias, y que en menos de un año este cambio sea visto como insuficiente, es una buena muestra de las dificultades asociadas a la armonización en esta materia.

Otro tanto se puede decir de la reforma de las normativas nacionales sobre valores, muy heterogéneas porque están firmemente enraizadas en el derecho civil de los estados miembros, que a su vez refleja distintas tradiciones y convenciones sociales en cada país. O, dicho aún más claramente, la Unión Europea carece, hoy por hoy, de algo tan aparentemente sencillo como un concepto legal homogéneo de la propiedad de títulos valores.

Por último, quedan las barreras a la CMU ligadas a asuntos impositivos, cuya mera mención ya necesita de pocas explicaciones: no solo hablamos de un área muy sensible, sino también de una de las pocas áreas en las que todavía se requiere de la unanimidad de los estados miembros para aprobar cualquier cambio. Y por si alguien no entiende de las dificultades prácticas en este terreno, recordemos que uno de los problemas planteados es el equilibrio entre deuda y acciones, esto es, cómo limitar el actual sesgo favorable al endeudamiento y en contra de los recursos propios.

3.3 Los peligros de una visión naif de la innovación financiera y los mercados

Aun cuando sea muy positivo para la economía europea diversificar sus fuentes de financiación y parecerse más al sistema financiero estadounidense, también hay que entender muy bien los peligros asociados a los mercados financieros y a la innovación financiera vinculada al arbitraje regulatorio. Al fin y al cabo, la crisis de 2007/2008 nació en los Estados Unidos de la combinación de innovaciones financieras de mercado (los CDOs y los SPVs, por ejemplo), y de crisis de solvencia en una sociedad de valores y en una compañía de seguros (que se embarcó en actividades no tradicionales no relacionadas con los seguros). Y esto es relevante porque en la propuesta de CMU subyace una lógica inclinación hacia favorecer la innovación en productos e intermediarios; como se diría al modo maoísta “dejad que florezcan cien flores”.

El ajuste del mercado es más eficaz, pero también más brusco, inmediato y profundo. En otras palabras, aunque un banco nunca puede, ni debe, financiar a clientes que han devenido en insolventes, no es menos cierto que intentará siempre ayudar a un cliente que pasa por dificultades temporales (algo especialmente válido en el modelo español de banca relacional, basada en la fidelización a largo plazo de los clientes). Por el contrario, la financiación vía mercado se caracteriza por su volatilidad, no sólo en términos de precios, sino también de cantidades. Por eso es vital que exista un régimen más eficaz de insolvencias empresariales, pues en un contexto de mayor presencia de financiación vía mercados, se necesitará. En definitiva, la eficacia en el ajuste tiene un precio y para minimizar los costes tenemos que entender muy bien los efectos colaterales e identificar las instituciones a desarrollar para contenerlos.

En cuanto al desarrollo de nuevos intermediarios y productos, debemos estar pendientes de los elementos de arbitraje regulatorio, tanto en materia de protección del inversor como de solvencia, así como de los posibles impactos en materia de estabilidad financiera.

Aquí nuestra postura es clara: bienvenida sea la competencia que nos hace ser mejores en beneficio de nuestros clientes, pero a igualdad de actividad y de riesgos, igualdad de regulación, estemos hablando de *fintechs*, de nuevos productos o de nuevos intermediarios que realizan funciones bancarias. Y si esto no es así lo pagará la economía europea y los agentes económicos, a los que tenemos que servir mejor mediante el proyecto de CMU. Al fin y al cabo, la crisis de 2007/2008, como ya se ha mencionado, fue una crisis de innovación financiera mal utilizada y de arbitraje de capital. La experiencia debería servirnos para no repetir los mismos errores.

Además, debemos evitar que los árboles, los nuevos asociados a los operadores de *fintech* o los de los operadores tradicionales, nos impidan ver el bosque. Por citar un ejemplo, todas las semanas aparece en los medios la noticia acerca de un nuevo operador emergente, habitualmente una *fintech*, en cuyo plan de expansión figura su intención de financiar al sector privado no financiero con 50, 100 ó 200 millones de euros, pero pocos reparamos en el dato publicado una vez al mes por el Banco de España, y que da cuenta de que los bancos españoles otorgan 100.000 millones de euros cada trimestre en nuevas operaciones de crédito a familias y empresas. El bosque, pues, lo constituyen unos bancos que ofrecen servicios de elevada calidad y que lo hacen con seguridad y eficacia.

3.4 La inconsistencia del proyecto de CMU con otras iniciativas europeas

Es difícil reconciliar este proyecto de creación de una Unión del Mercados de Capitales en la UE con otras iniciativas europeas que, de facto, están contribuyendo a fragmentar ese mercado financiero único europeo que quedó muy afectado por el proceso de renacionalización de los mercados que se produjo durante la crisis. Así, iniciativas como el impuesto sobre transacciones financieras (FTT), todavía en discusión, no solo fragmenta los mercados por su esquema de implantación (nacional y limitada a unos pocos países) sino que empujará la actividad financiera fuera de la Unión Europea y hacia regiones emergentes, como Asia. Nunca es inteligente gravar impuestos sobre bases fiscales móviles, y sólo la cooperación y coordinación global en estas materias, que tanto están mejorando últimamente, pueden permitir avances.

Pero no sólo es el FTT, sino que a este se suman las distintas *bank levies* en los estados miembros, la penalización de la financiación a largo plazo por parte de bancos y aseguradoras en Basilea III y en Solvencia II, o el impacto negativo que sobre la liquidez de los mercados financieros han tenido estas regulaciones y aquellas de separación estructural como la reforma Vickers o la propuesta del ex-comisario Barnier.

Dentro de los planes para la CMU se incluye la revisión de los efectos indeseados de las regulaciones antes citadas, pero quizás sería el momento de abandonar otras como la FTT y las reformas estructurales bancarias. No tiene sentido utilizar el capital político europeo para construir el mercado financiero y al mismo tiempo frenar su desarrollo, por lo que es necesario redamar a las autoridades europeas, y también a las nacionales, coraje político y coherencia para no jugar a dos bazas contrapuestas al mismo tiempo.

3.5 El factor PYME

A la hora de crear la Unión de Mercados de Capitales en la UE, debemos considerar las diferencias entre la UE y los Estados Unidos también en lo que respecta al tamaño de sus empresas. En efecto, aun cuando en ambas zonas las PYMEs son una fuente muy relevante de creación de riqueza, empleo e innovación, en la UE el tamaño medio de las empresas es mucho menor que en los Estados Unidos. Y esto es muy relevante a la hora de diseñar el sistema financiero que Europa necesita, pues las PYMEs no pueden acceder a la financiación de mercado con facilidad; sobre todo, las pequeñas empresas dependen y seguirán dependiendo, de la financiación bancaria.

En atención a esta particularidad, la combinación entre financiación bancaria y mercados debería estar sesgada hacia los bancos en la UE: un 50/50 será mejor que el 75/25 de los Estados Unidos. Además, si consideramos el papel de las tituladoras hipotecarias sponsorizadas por el sector público (GSEs), *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, cuya actividad en Europa desarrollan las entidades de crédito, esta conclusión se refuerza. En segundo lugar, debemos pensar en esquemas que favorezcan a las PYMEs dentro de la CMU: me refiero, en concreto, a estudiar si se pueden diseñar esquemas de titulización, posiblemente sponsorizados por organismos públicos como el BEI y que sean atractivos tanto para los bancos que las financian como para las propias empresas de pequeña dimensión.

Y, por último, y quizás lo más importante, debemos entender cuáles son las barreras que impiden a las PYMEs crecer en tamaño para eliminarlas en la medida de lo posible.

3.6 La transición al estado estacionario y el papel de la banca en la CMU

Como ya se ha destacado, la banca, como financiadora de la economía productiva europea, juega en estos momentos un papel predominante, si bien la Unión de Mercados de Capitales, cuando se desarrolle, permitirá que existan otras alternativas para financiar la economía productiva. Pero debemos ser tremendamente cuidadosos en el diseño de la transición a un modelo diversificado de financiación vía mercados y bancos, pues la alternativa de los mercados requerirá muchos años, incluso décadas, para desarrollarse. La CMU es un proyecto a muy largo plazo; basta observar cuánto tiempo está llevando eliminar las barreras a la liquidación de valores identificadas por el informe Giovannini antes mencionado.

Uno de los problemas de la arquitectura financiera actual deriva de la anticipación (*frontloading*) de la reforma bancaria en la UE, esto es, se están introduciendo unos incentivos muy fuertes para reducir el tamaño del sector bancario en la UE y la eurozona, sin que en paralelo se estén creando alternativas de financiación de mercado. Y aunque, en estos momentos, las condiciones financieras aseguran que no exista un *credit crunch* en Europa, no podemos descartar que, una vez que avance el ciclo económico y la recuperación, se produzcan cuellos de botella en la financiación, resultado de esa asimetría en la transición al nuevo estado estacionario para la financiación bancaria y para la de mercado. No deja de ser sorprendente que la discusión de la CMU se esté centrando en el resultado final, sin que se valore cómo se va a lograr la transición al nuevo régimen ni los peligros que pueden surgir durante esta.

Por último, existe una tendencia a subestimar el papel que las entidades bancarias juegan en los Estados Unidos como facilitadores y agentes de primer orden de los mercados financieros. En otras palabras, son las instituciones bancarias más sofisticadas las que permiten el acceso tanto de los bancos de menor tamaño como de las empresas no financieras a las posibilidades de financiación que ofrece el mercado. De nuevo, el tamaño del balance no es el único indicador significativo, y es necesario valorar los servicios financieros de alto valor añadido que los bancos proporcionan a la

economía. En este sentido, la emergencia de instituciones bancarias paneuropeas no sólo es imprescindible para perfeccionar la Unión Bancaria (y evitar la renacionalización de los sistemas financieros en las próximas crisis) sino también para permitir que los beneficios de la Unión de Mercados de Capitales lleguen a todos los sectores económicos y financieros de todos los estados miembros.

En otras palabras, qué paradójico sería que la CMU fuera para los grandes bancos americanos una magnífica oportunidad, y para los europeos, por mor de una regulación excesiva que les confine en sus fronteras nacionales, una ocasión perdida.

3.7 Las exigencias institucionales de la eurozona frente a los de la UE

Como ya se ha señalado, la ventaja de la CMU en términos de construcción europea está diseñada para que beneficie a todos los países de la UE, y no sólo a la eurozona, aun cuando es un elemento complementario casi perfecto a la Unión Bancaria. Pero ello no obsta para que nos hagamos una pregunta incómoda: ¿Puede haber Unión del Mercado de Capitales sin un avance institucional paralelo? Me refiero, claro está, a si la CMU exige la creación de una Comisión de Valores Europea, al igual que la Unión Bancaria ha exigido la creación del Mecanismo Único de Supervisión en torno al BCE y la creación del *Single Resolution Board* en Bruselas (como la implantación del euro, que exigió la creación del BCE).

Esta no es una cuestión pacífica, pues no sólo hay un escaso apetito por avanzar en este tipo de integración institucional en los países de la UE que no forma parte de la eurozona, sino que también dentro de esta, la voluntad de los gobiernos por acometer una unión más profunda es cada vez más escasa (por ejemplo, en Alemania). Lo mejor, desde una perspectiva práctica, sería que el proyecto de CMU fuera compatible con una coordinación en torno a la ESMA de las Comisiones Nacionales de Valores. Pero no por ello debemos olvidar que el desarrollo de los mercados financieros en los Estados Unidos se ha visto acompañado de la creación de supervisores federales como la SEC o la CFTC.

Estas cuestiones institucionales están siendo obviadas, y probablemente con buen criterio político, en el actual proyecto de CMU. Sin embargo, es necesario impulsar un debate, de momento quizás solo académico, sobre los aspectos institucionales del proyecto.

4. CONCLUSIONES

El tema central de este Curso de la APIE en Santander es “Qué hemos aprendido de la crisis”. El mensaje principal de los párrafos anteriores es que tenemos que construir, de cara al futuro, un sistema financiero mejor, más profundo, diversificado, y mejor regulado, pero también, y yo diría que sobre todo, bien supervisado. Esa construcción puede requerir años, incluso décadas, pero tras afrontar una crisis tan extraordinaria, un evento que se produce una vez cada cien años, merece la pena apostar por soluciones a largo plazo, y no sólo por reparaciones rápidas, que también, por supuesto, son parte de la respuesta a cualquier crisis. Asimismo, debemos estar atentos a los incentivos creados por el nuevo paradigma regulatorio: al fin y al cabo, sabemos que las crisis se repiten a lo largo del tiempo, pero su naturaleza siempre muta. Y, en algunos casos, los efectos colaterales de los nuevos incentivos pueden tardar mucho tiempo en manifestarse. Por ejemplo, tras la crisis del 29, los Estados Unidos pusieron en marcha en 1933 la prohibición de que los bancos remuneraran los depósitos de los clientes, la llamada “Regulation Q”. Pues bien, esto permitió el desarrollo de la industria de los Fondos del Mercado Monetario (MMFs) y que estos constituyeran una fuente de financiación del sector bancario nacional e internacional en los Estados Unidos. Con el estallido de la crisis en 2007 y 2008, se puso de manifiesto la fragilidad que para el sistema bancario suponía la excesiva dependencia de la financiación a corto plazo proveniente de los MMFs. Esto es, una medida de 1933 acabó creando una fragilidad que estalló en 2008.

Prestemos, pues, atención tanto al corto plazo como al largo plazo. LA CMU se inscribe entre los proyectos a largo plazo, por lo que debemos recabar de nuestros gobernantes el apoyo y el impulso suficiente para concluir la tarea.

Muchas gracias.