

num#8 Jun'24

MacroInsights

Coyuntura macro

El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que el crecimiento trimestral del PIB se situaría **de +0,4% a +0,5% en el 2T24, moderándose** frente al 0,7% del 1T24. El balance de riesgos no ha cambiado sustancialmente y el **avance anual se mantendría en el +2,3%**, aunque con un leve sesgo bajista.

Enfoque global

La Unión Bancaria y la del Mercado de Capitales constituyen los dos hitos más relevantes en el horizonte de **construir músculo de capital común en Europa**.

- La crisis del euro impulsó la creación de la Unión Bancaria en 2014, que incluye una normativa unificada, la supervisión de 112 bancos significativos bajo el BCE, y el Mecanismo Único de Resolución. Aún **queda por completar un seguro de depósitos común**, cuya primera fase ha sido reactivada por el Parlamento Europeo en marzo de 2024. Se espera que se adopte en 2025, con una acumulación progresiva de fondos sin exigir nuevas aportaciones a los bancos en países como España. En 2029, la Comisión presentará una nueva propuesta para avanzar hacia la mutualización plena del fondo.

- **La Unión del Mercado de Capitales está en fase más embrionaria y sujeta al impulso en este nuevo ciclo político europeo**, una vez superadas barreras coyunturales (Brexit, pandemia). Las alternativas consideradas en este contexto van desde las más coordinadas, como una unión de ahorros e inversión (propuesta Letta), hasta las uniones de varias velocidades (que ponen sobre la mesa Francia o Alemania). La siguiente Comisión y Consejo darán señales desde finales del 24/inicios del 25 sobre la voluntad política y sus rutas más probables.

Perspectiva micro

Existe un **considerable desajuste entre oferta (insuficiente) y demanda de capital en la Eurozona**: un 40% de empresas encuestadas por el BCE adujeron como muy significativa la dificultad de realizar inversiones verdes por esta razón.

A esto se suma que la UE tiene una **capitalización sesgada hacia la banca**, y con **mercados financieros más acotados que EEUU**, lastrando las capacidades de inversión de las empresas europeas y las transformaciones pendientes.

Si la Unión del Mercado de Capitales se culminara, empresas y ahorradores en sectores de alto contenido innovador podrían beneficiarse de unos mercados más profundos. Suponiendo que gracias a esto los países UE27 se situaran en el equivalente del top 25% actual en *performance* financiera y de capitales, hasta **medio billón de financiación por año** para toda la UE27 según proyecciones de escenarios de New Financial. En España, esto implicaría, de acuerdo con el *think tank* financiero, hasta **1.200M€** de capital inicial adicional en salidas a bolsa por año, **19.000M€** en emisiones de bonos, o **15.700M€** en capitalización de PYMEs.



Coyuntura macro

Crecimiento en ralentización

El PIB español **seguiría en expansión durante el segundo trimestre del año**. Tras avanzar en el 1T24 del +0,7% trimestral, el **crecimiento se moderaría** a entre el +0,4% y el +0,5% en el 2T según nuestro RealTimeTracker [metodología explicada en el anexo]. La banda de incertidumbre se explica por el efecto de indicadores que puedan entrar a última hora en el modelo. El trimestre ha evolucionado de más a menos, desde el +0,6% a mediados de mayo a la estimación actual, pero contemplamos como factible un ajuste final al alza que nos acerque al +0,5%. Así. El avance es similar al pronosticado por el vigente Panel de Funcas (0,4%), difundido a mediados de mayo, o el *nowcast* de AIReF (0,5%), publicado el 10-jun.

Fig 1 **Evolución de la estimación de crecimiento intertrimestral PIB del 2T24 según nuestro RealTimeTracker** · 13-jun



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

En el segundo cuarto del año, la información disponible señalaría un **drenaje al crecimiento de la mayoría de los indicadores del modelo por el lado de la oferta**, incluyendo los índices de actividad de la industria y de los servicios de marzo o las ventas interiores de grandes empresas correspondientes a abril. Tampoco las ventas minoristas de abril, y el PMI de manufacturas o las afiliaciones de mayo contribuyeron positivamente al PIB. De esta manera, sólo registraron una aportación positiva –y en todo caso leve– la producción industrial de abril y el PMI de servicios y el índice compuesto de la OCDE de mayo.

Fig 2 Factores que marcan la evolución de nuestro pronóstico del PIB en tiempo real y dirección en la que influyen

	Durante todo el trimestre
Mercado de trabajo	↑↑
Comercio y consumo	↓
Otros servicios	↓↓
Revisiones	↑
PMI y adelantados	↑
Mercado de trabajo	↓
Industria y construcción	↑↑

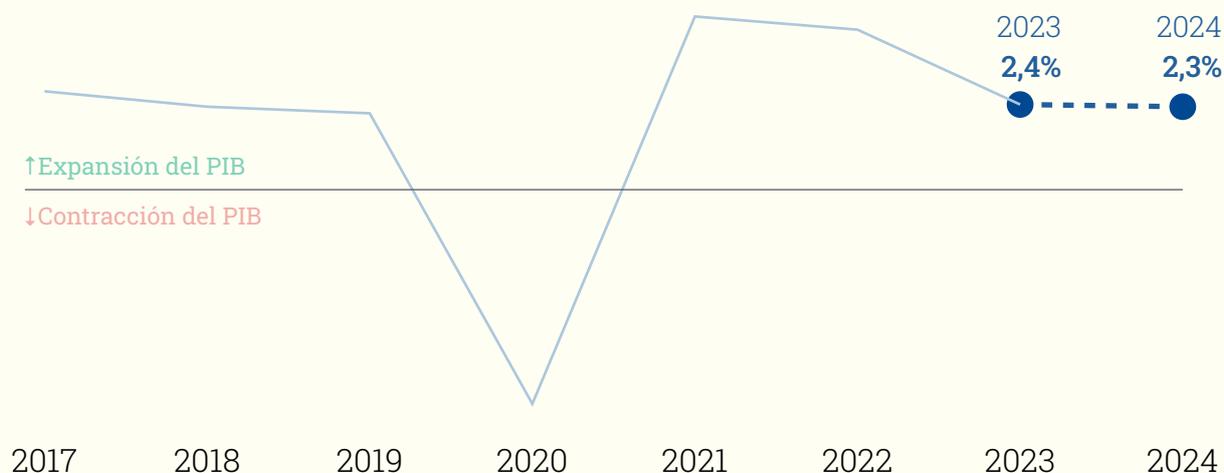
Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

El modelo también mostraría, aunque con un volumen de información muy limitado, una **moderación adicional del crecimiento en el 3T24**, hasta el **+0,2%**, que permitiría a la economía mantener la proyección de crecimiento para 2024 en el 2,3%, aunque con un sesgo levemente bajista. El RTT permitió a EsadeEcPol e EY Insights proyectar esta tasa con anticipación, y la mayoría de estimaciones han ido ajustando al alza de forma paulatina para converger en un punto similar.

Mientras, **la Eurozona salió del bache del 4T23** al confirmarse un avance del PIB del **+0,3%** trimestral en el 1T24, en línea con lo esperado. Las expansiones fueron leves en las principales economías (**+0,2%** en Alemania y Francia y **+0,3%** en Italia) y dinámicas en la periferia (el ya referido **+0,7%** en España y Grecia o **+0,8%** en Portugal).

La recuperación se concentró en el sector exterior, que compensó el lastre de la inversión. Por el lado de la oferta, los servicios siguieron liderando el crecimiento y la construcción se recuperó, ayudada por mejores condiciones climáticas, pero la industria manufacturera continúa flaqueando. Por el lado de las rentas, los salarios siguen creciendo a tasas elevadas (5,0% interanual) y las empresas continuaron absorbiendo la mayor masa salarial en forma de márgenes más bajos.

Fig 3 **Estimación de crecimiento del PIB interanual según el RealTimeTracker** · y evolución real desde 2017



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

● Riesgos en IIIT24

El Banco de España elevó su previsión en 4 décimas este año (al 2,3%, y 1,9% en 2025), en un entorno en el que **el balance de riesgos no ha cambiado sustancialmente en los últimos meses**, pero alerta de una brecha persistente frente a la tendencia pre-COVID de 5,5 p.p. en el PIB y 9,3 p.p. en el PIB per capita.

Por su parte, el FMI aumentó su proyección en medio punto (al 2,4%, y 2,1% en 2025) en las conclusiones preliminares del informe anual de la economía española ("Artículo IV").

- Corrobora **fundamentos firmes**: resiliencia a la incertidumbre global y al endurecimiento monetario, solidez del sector financiero, robustas exportaciones de servicios, mayor participación laboral, desinflación paulatina, presión salarial contenida, aportación de NextGenEU en la inversión.
- Pero señala también **aspectos de debilidad persistente**: paro elevado, caída de la inversión empresarial, bajo crecimiento de la productividad, fragmentación política doméstica, pobre accesibilidad a la vivienda, vulnerabilidad fiscal.

En este último aspecto incidió también el Banco de España, que en una investigación reciente estimó en un 80% la probabilidad de que la deuda pública supere el 100% del PIB en 2040, probabilidad que se reduciría al 20% si se realizara una consolidación coherente con las nuevas reglas fiscales.

En el frente monetario y financiero, que ha sido una de las mayores fuentes de incertidumbre de los últimos semestres, **el BCE inició el ciclo de bajadas el 6-jun por vez primera en 5 años, al reducir tipos en 25 p.b.** (tasa de depósito: 3,75%) como ya descontaba el mercado. El movimiento fue casi unánime en el seno del Consejo de Gobierno, y se basó en el descenso de la inflación, aspecto que no es uniforme en las economías del área (por ejemplo, en España ha repuntado del 2,9% en febrero al 3,8% en mayo). Pero Lagarde admitió que las presiones inflacionistas domésticas siguen siendo intensas debido al elevado crecimiento de los salarios, la depreciación de la moneda única y peores perspectivas de precios de las nuevas proyecciones, por lo que no se han anunciado nuevas bajadas de tipos para julio y septiembre, cuya probabilidad ha disminuido de hecho en las últimas semanas.

España, y el conjunto de las economías europeas, completaron con las elecciones al Parlamento Europeo su propio semestre electoral. Sobre el papel, **el resultado desplaza el centro de gravedad del legislativo comunitario** hacia posiciones sensiblemente más pro-competitividad, equilibrio fiscal y defensa, y podría condicionar otras prioridades como la descarbonización a las anteriores. Sin embargo, el equilibrio final dependerá de la manera en que se configure la siguiente Comisión Europea y los equilibrios parlamentarios e intra-comunitarios que la sostengan, que probablemente se parezcan a los existentes en la medida en que la coalición saliente de socialdemócratas, liberales y liberal-conservadores se mantiene con mayoría y voluntad de trabajo conjunto. Los nuevos Ejecutivo y Legislativo europeos deberán adaptarse además al resultado de las elecciones de noviembre en EEUU, de resultado aún muy incierto.

La nueva legislatura tiene una nutrida agenda económica que desarrollar, incluyendo la finalización de la Unión Bancaria y de la Unión de Mercados de Capitales, dos proyectos con un elevado impacto potencial para bancos, hogares y empresas, tal y como analizamos en el enfoque global.

🎯 Enfoque global

Consolidación de la Unión Bancaria y del Mercado de Capitales en la UE

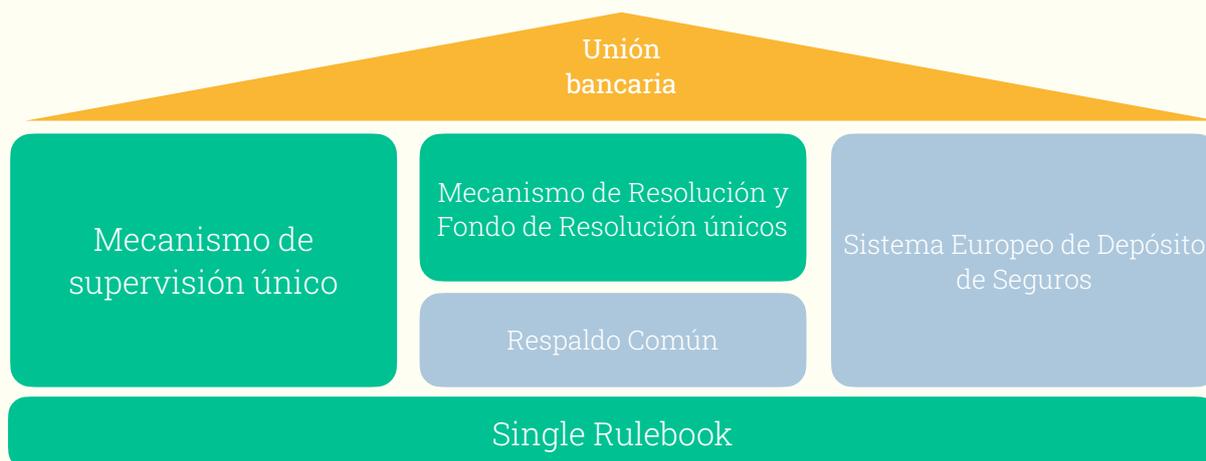
Los desafíos de la UE tanto en materia de crecimiento económico como de ganancia de autonomía estratégica en un mundo abierto implica **músculo de inversión**, en el ámbito público y, quizás sobre todo, en el privado¹. Es por ello que el horizonte de política económica de la nueva legislatura europea comprende dos proyectos vitales e inconclusos: la Unión Bancaria y la del Mercado de Capitales. Ambos se perfilaron contra las deficiencias en la solidez bancaria y la arquitectura institucional del euro y han cogido vuelo en los últimos meses.

Completando la Unión Bancaria

La crisis financiera provocó la creación de la Unión Bancaria en 2014, edificada sobre:

- Una base normativa unificada (Single Rulebook).
- La supervisión de los bancos significativos (actualmente 112) de la zona euro bajo el Mecanismo Único de Supervisión, brazo autónomo del BCE.
- El Mecanismo Único de Resolución para bancos de la Unión.²
- Un seguro de depósitos común inconcluso hasta ahora, cuya primera fase (EDIS I) ha reavivado el Parlamento Europeo en mar-24.

Fig 4 **Estructura de los instrumentos económicos de la UE**



Fuente: Comisión Europea, "Banking union" - nota de prensa del 26 de febrero de 2021.

¹ Véase MacroInsights #07 en el que reflejamos las necesidades de financiación para la digitalización de la industria.

² El Common Backstop es una línea de crédito adicional al Fondo Único de Resolución para activarse en caso de agotarse este. Se creó por el tratado de creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM por sus siglas en inglés) por fuera del derecho UE con la idea de integrarse en el ordenamiento comunitario cuando lo ratificaran todos los países, algo que sigue pendiente tras la negativa en dic-23 del parlamento italiano.

Precisamente, uno de los problemas nucleares del EDIS era **cómo estructurar su adopción por fases** para no añadir nuevas aportaciones a las que ya realizan los bancos a los fondos nacionales, pudiendo suponer un aumento no explícito de la integración fiscal europea. La Eurocámara señala que:

- Para enfrentar posibles quiebras bancarias se precisará de los sistemas de garantía de depósitos nacionales y serán estos los que nutran gradualmente el fondo común;
- Una vez acumulado, el fondo común responderá ante posibles shocks negativos que requieran resoluciones bancarias y, hasta entonces, el que mitigue las necesidades de liquidez bancaria junto con los sistemas nacionales. En el caso español, la acumulación del fondo común no exigirá mayores aportaciones al haber alcanzado el *target level* con el sistema nacional.
- Según datos recientes de EBA, los sistemas nacionales de la UE contaban con 7.300 mm. € en 2023 (+15% anual) para cubrir 8,5 billones de depósitos garantizados. Han seguido recibiendo aportaciones de sus bancos para alcanzar el umbral mínimo de la Directiva UE (0,8% de los depósitos garantizados) antes de jul-24. De los 36 países miembros del área económica europea (EEA), 21 ya había realizado toda la dotación (España: 0,91%) y 6 estaban cerca.

En un escenario óptimo esta primera fase, EDIS I, se adoptaría en **2025**. Sin embargo, este escenario no está dado, ya que aún queda camino en Parlamento, Comisión y Consejo. Después, la Comisión realizará una nueva propuesta 4 años después, en 2029, cuando se espera que el fondo común acumule ya al menos el 50% de su capacidad. En la segunda fase buscará la mutualización plena y culminar así la Unión Bancaria.

Al EDIS se sumará el *Crisis Management Deposit Insurance* (CMDI) para garantizar las resoluciones bancarias de cualquier banco que supongan una amenaza para la estabilidad financiera sin poner en peligro a los depósitos en tiempos de crisis.³

Posibles alternativas para construir una Unión de Mercado de Capitales

Entretanto, y al margen de las nuevas herramientas fiscales comunes (reglas fiscales, fondos NextGen con emisiones conjuntas, relajación del marco de ayudas de estado) **la UE ha relanzado estos meses la Unión del Mercado de**

³ El PE también adoptó su posición en mar-24 que tendrá ahora que negociar con el Consejo con dos cambios sobre la propuesta original de la CE: (i) una clasificación de los depósitos en la que los corporativos pasan a ser más *junior* que los garantizados, no garantizados y de pymes; e ii) requerimientos adicionales para limitar la comercialización de pasivos admisibles (*bail-inables*) a clientes minoristas.

Capitales con renovados compromisos por parte de las instituciones nacionales y europeas (incluyendo por primera vez al Consejo al máximo nivel).

En el contexto actual de impulso de la autonomía estratégica, riesgo geopolítico y conatos de guerra comercial, **las razones para adoptar la UMC son esencialmente dos:**

1. Preservar la unidad de mercado y el terreno de juego equilibrado; y, sobre todo,
2. Resolver el gigantesco desbalance entre ahorro europeo y la necesidad de inversión en las prioridades estratégicas y los retos comunes de la UE (transición verde, digitalización e IA, innovación, defensa o infraestructuras conjuntas).

La falta de avances en la última década se debe a causas coyunturales (Brexit, pandemia) y estructurales, **pues las barreras a la integración más significativas (fiscalidad, supervisión, procedimientos de insolvencia) reflejan modelos dispares entre países y son competencia exclusiva de los Estados**, de forma que la UE sólo puede avanzar en ciertos casos si alcanza la unanimidad y sigue requiriendo de los países su involucración activa y coordinada. Estas dificultades se reflejan en la complejidad del debate técnico actual. Hay al menos cuatro posiciones que ilustran también potenciales escenarios para resolver estas barreras.

Savings and investment union. Voces como las del reciente informe Letta proponen reformular la actual UMC incompleta en una “*Savings & Investment Union*”, para ofrecer oportunidades de inversión y retener el capital en Europa con el desarrollo de 4 ejes que, en realidad, subyacen a las sucesivas propuestas de la CMU pero siguen sin alcanzarse plenamente⁴:

1. La oferta de capital, para favorecer el ahorro y la participación de los ahorradores.
2. La demanda de capital, para satisfacer las necesidades de financiación de las empresas (sobre todo las pymes) a través de una mayor participación en los mercados de capitales.
3. La infraestructura paneuropea necesaria para unir ambas con eficiencia y seguridad, un ámbito técnico dispar entre países (diferente idioma, divisa, régimen fiscal, conexión entre cámaras de contrapartida, etc.).
4. El impulso de la integración transfronteriza (p.ej. M&A entre países).

⁴ El informe también realiza otras propuestas de integración financiera: i) crear productos de inversión paneuropeos para canalizar el ahorro minorista; ii) crear garantías públicas para el sector bancario a la hora de financiar la transición climática (*European Green Guarantee*); iii) crear un *EU Deep Tech Stock Exchange* con reglas específicas para fomentar empresas de mayor riesgo (y rentabilidad en caso de éxito); iv) crear un punto de acceso único para la salida a bolsa de las pymes de la UE; v) revisar el mercado de titulizaciones para impulsar el abanico de fuentes financieras y la capacidad de los bancos; vi) dar más poder al supervisor de mercados (ESMA); o vii) avanzar en el euro digital para reforzar la autonomía financiera de la UE y mejorar la infraestructura de pagos minoristas.

Enfoque unificado del BCE. Otros, como la Presidenta del BCE Christine Lagarde, proponen repensar el fallido enfoque de integración *bottom-up* prevalente hasta ahora (conectar mercados locales primero y abordar después las barreras transfronterizas) y adoptar un diseño *top-down*, con tres elementos:

1. Regulación UE unificada en las barreras principales a la integración (régimen de insolvencia) o para el funcionamiento común eficiente (un *Single Rulebook* para mercados);
2. Supervisión UE unificada (una ESMA similar a la SEC en EE.UU.) que supere la fragmentación de supervisores de mercados nacionales (CNMV y homólogos) y tenga más poder de *enforcement* o en la mitigación de riesgos sistémicos a escala europea; y
3. Una consolidación transnacional de las infraestructuras de mercados financieros.

Empezar por el activo común. Otras perspectivas argumentan que para que funcione la UMC unión fiscal previa que proporcione un *safe asset* podría ser determinante⁵. Un único activo (y no 27) de respaldo único para los mercados financieros, como en EE.UU., es lo que catalizaría una verdadera integración de los mercados de capital europeos.

Unión de dos velocidades. Una cuarta alternativa que ha venido ganando protagonismo viene probablemente del hecho de que una UMC completa podría ser línea roja en algunas capitales de países miembros. Así una opción a distintas velocidades desde la zona euro, una suerte de 'cooperación reforzada' que preconiza Francia y a la que consiguió sumar a Alemania en mayo. Recogiendo el guante de Letta, ambos países se comprometieron además a respaldar la creación de un producto de ahorro común para que el bloque pueda ayudar a financiar prioridades a largo plazo y quieren que la CE presente "propuestas operativas" sobre titulización (para agilizar la capacidad de préstamo de los bancos), una supervisión común más fuerte y la armonización de normas de insolvencia o los procedimientos de retención de impuestos.

Estas líneas, que en muchos casos se solapan a las 13 solicitadas por el Eurogrupo en marzo, centrarán el trabajo de la CE en los próximos meses, en particular el refuerzo de poder de ESMA y de la protección del inversor minorista o el desarrollo del mercado de titulizaciones. La Comisión asegura haber logrado avances en las 16 acciones de su segunda estrategia de la CMU de 2020 (ver cuadro), pero admite que queda trabajo por hacer en esta nueva legislatura.

⁵ Para profundizar en estas alternativas, pueden leerse Alogoskoufis et al, 2020 o Thomadakis et al, 2020.

Fig 5 Lista de 16 nuevas acciones bajo la Unión de Mercado de Capitales

PYMES

- 1 Establecer una plataforma a escala de la UE (Punto de Acceso Único Europeo) que proporcione a los inversores un acceso sin fisuras a la información financiera y sobre sostenibilidad de las empresas.
- 2 Simplificar las normas de cotización en los mercados públicos para facilitar el acceso a la financiación de las empresas pequeñas e innovadoras.
- 3 Canalizar más financiación a largo plazo hacia las empresas y los proyectos de infraestructuras, en particular los que contribuyen al objetivo de una agricultura inteligente, sostenible e integradora.
- 4 Animar a aseguradoras y bancos a invertir en acciones y otros activos a largo plazo.
- 5 Evaluar las ventajas de exigir que se dirija a las empresas a proveedores de financiación alternativos cuando se rechace su solicitud de crédito.
- 6 Apoyar la concesión de créditos a las empresas europeas y, en particular, a las PYME, mediante la mejora del mercado de titulización.

Minoristas

- 7 Mejorar la alfabetización financiera desarrollando un marco europeo de competencias financieras e incentivos para que los Estados miembros promuevan la educación financiera y la inversión responsable.
- 8 Construir confianza con inversores *retail* mediante la reducción de la sobrecarga informativa y mejorando la calidad del asesoramiento financiero; revisar las reglas relacionadas con incentivos, asesoramiento y divulgación de información para asegurar asesoramiento justo, así como información de producto clara y comparable.
- 9 Ayudar a estados miembros mejorar la adecuación de las pensiones.

Mercado Único

- 10 Reducir los costes de inversión transfronteriza simplificando los procedimientos de retención impositiva.
- 11 Fomentar normas de insolvencia más homogéneas en los Estados miembros.
- 12 Permitir a los accionistas transfronterizos ejercer mejor sus derechos.
- 13 Mejorar la prestación transfronteriza de servicios de liquidación en la UE.
- 14 Establecer una fuente consolidada de datos sobre las condiciones de negociación en todos los lugares de negociación de la UE para fomentar la competencia.
- 15 Fortalecer la protección de las inversiones y facilitar aún más las inversiones transfronterizas.
- 16 Mejorar el conjunto de normas para los mercados de capitales y fomentar el progreso hacia la convergencia supervisora.

 Perspectiva micro

Escasa integración de los mercados financieros en detrimento de las empresas europeas

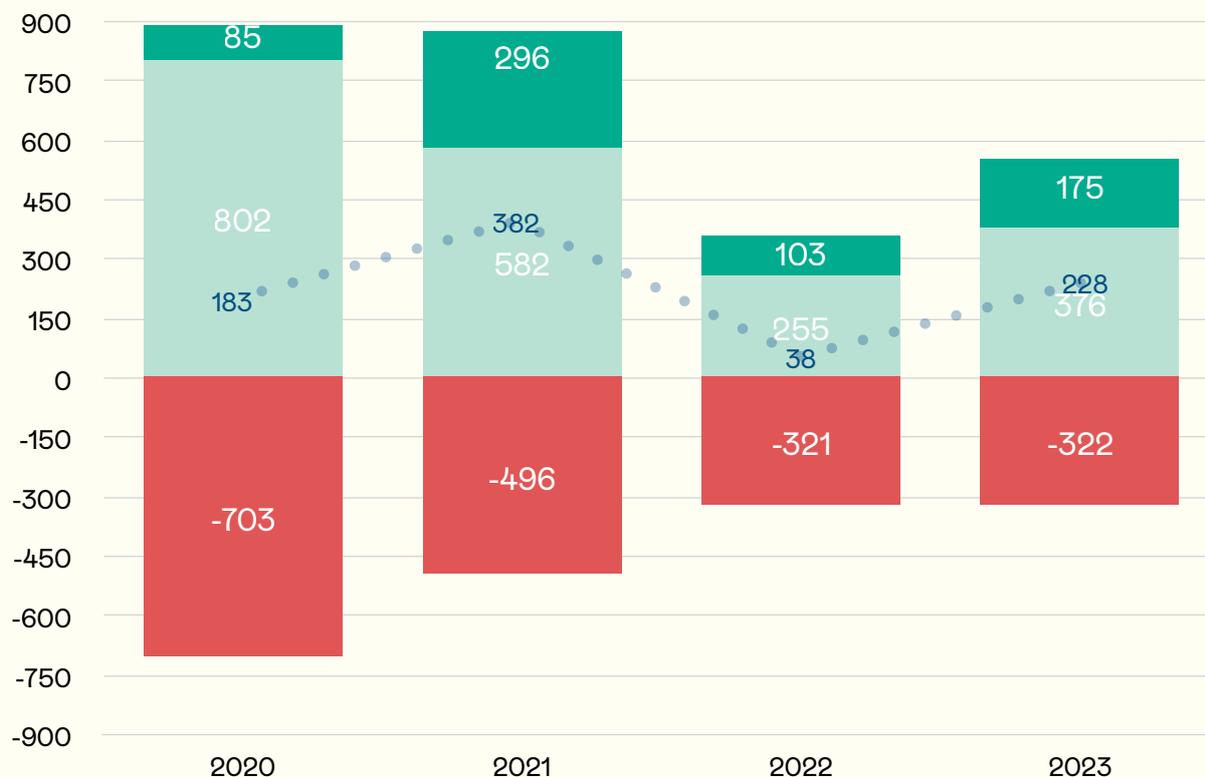
La UMC busca reforzar la integración financiera creando un verdadero mercado único para los flujos de capital, ahora cuarteado por barreras de diversa naturaleza, y con beneficios potencialmente significativos para las empresas, puesto que con ella sería posible una:

- Mayor intermediación entre ahorro e inversión transnacional;
- Menor dependencia financiera de plazas financieras externas a la UE;
- Mayor abanico de fuentes de financiación para empresas, sobre todo pymes;
- Mejor planificación para la jubilación de los hogares; o
- Mayor capacidad para acometer las prioridades estratégicas y los desafíos comunes, que Christine Lagarde ha bautizado como las “tres D”: desglobalización, demografía, descarbonización.

Pero la situación de partida no es positiva, lo que incide negativamente en las empresas:

1. **La inversión real en la UE lleva congelada 15 años en términos del PIB** y de ella la dirigida a innovación es sustancialmente inferior a la de otros países innovadores. Como además el aporte público es limitado (la deuda pública está en máximos desde la segunda Guerra Mundial y los fondos NextGen terminarán en 2026) y las necesidades de inversión siempre se revisan al alza (p.ej. la CE ha doblado en solo tres años la cifra para la transición verde hasta los €645 mm. *al año*), todo ello implica un peso creciente y poco realista sobre hombros del capital privado, un esfuerzo inviable sin que existan mercados de capital integrados.
2. Al tiempo, el sector privado europeo concentra **el mayor pool de ahorros de la economía mundial**, que se están reciclando en proyectos de inversión exteriores por la atonía de la inversión doméstica. Europa tiene además más recursos “no movilizados” (p.ej. los hogares poseen el 34% de activos en moneda y depósitos frente al 14% en EE.UU.).

Fig 6. **Pool de ahorros del sector privado europeo en miles de millones de € · sector público, hogares, empresas y total**



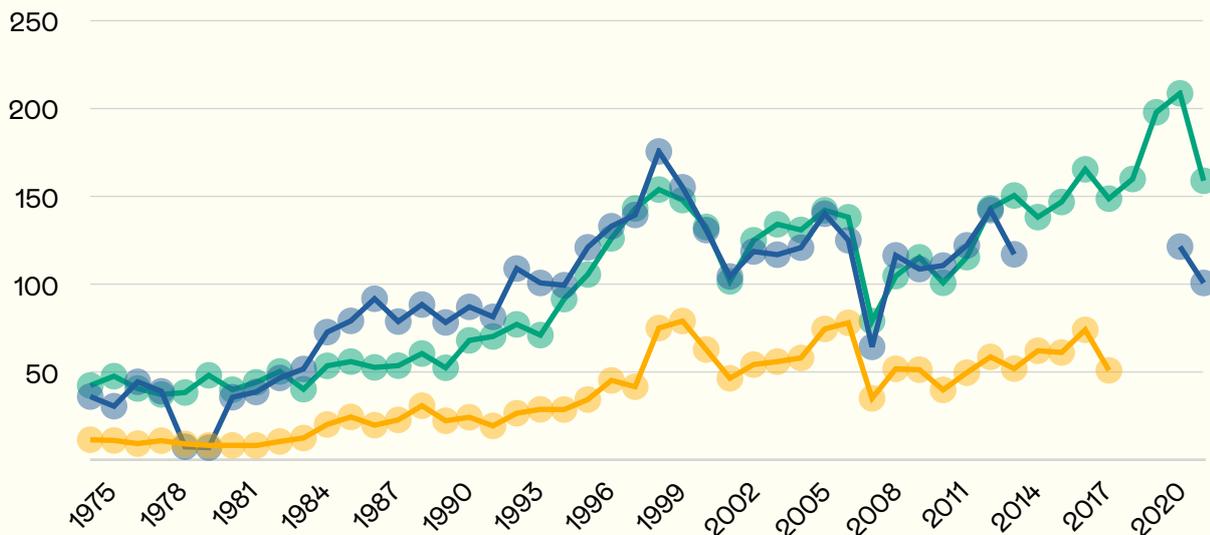
Fuente: BCE

Por tanto, **existe un considerable desajuste entre oferta y demanda de capital**. No sorprende que un 40% de los encuestados por el BCE adujeran como muy significativa la dificultad de realizar inversiones verdes por la falta de voluntad de los inversores. Y a ello que se suma dos factores adicionales:

1. **Europa está más bancarizada:** la capitalización en los mercados financieros era del 50% del PIB en 2018, un tercio que en EE.UU. (Fig X), y está muy sesgada hacia la banca. Además, los préstamos bancarios triplican a los bonos en la financiación de las empresas. Ello supone mayores vulnerabilidades y resta músculo para financiar la inversión⁶. Asimismo, los bancos no pueden añadir mucho riesgo adicional a sus balances, ya que son por diseño más aversos al riesgo, son poco flexibles para promover ciertas inversiones, están muy regulados, y además el subdesarrollo del mercado de titulizaciones limita su actuación. En EE.UU. no son los bancos sino el *private equity* y el *venture capital* los que financian las sucesivas oleadas de innovación tecnológica.

⁶ Una excesiva dependencia del crédito bancario dificulta la absorción de *shocks* adversos (al mantenerse la carga nominal de la deuda mientras la economía atraviesa un punto bajo del ciclo). En cambio, un mayor peso en el ajuste de los activos financieros ayudaría como mecanismo de estabilización del ciclo, generando menores efectos recesivos sobre las variables reales (inversión o consumo).

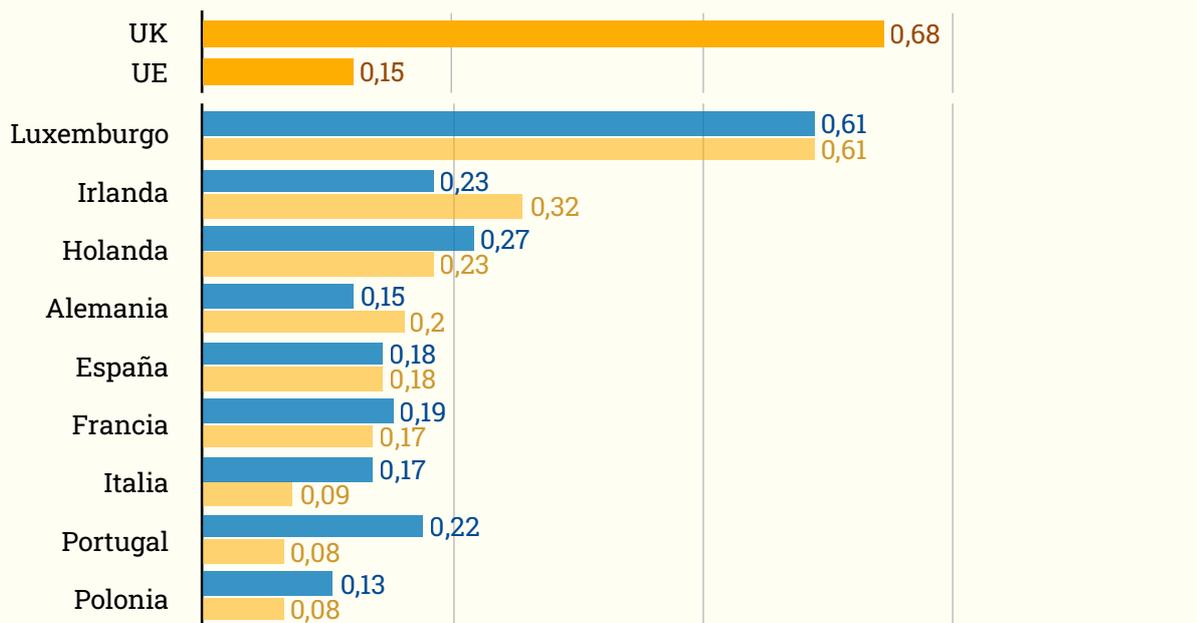
Fig 7. **Capitalización de empresas (% PIB) - EE.UU., UE, UK**



Fuente: World Bank Data

- Los mercados financieros europeos presentan menores volúmenes de intercambio** (los de acciones, bonos y capital riesgo son dos, tres y cinco veces más pequeños que en EE.UU., respectivamente). A la significativa distancia en volúmenes se añade también su fragmentación entre Estados miembros. Además, se ha observado que Europa no tiene problemas diferenciales en la financiación inicial (p.ej. capital semilla) sino al escalar después la financiación de la innovación para llevarla al mercado.

Fig 8. **Índice (0-1) de integración de mercados financieros (2021-23, países seleccionados) - RoW, intra-UE**



Fuente: AFME. (*) agrega datos de operaciones de M&A y equity y bonos transfronterizos (emisiones y tenencias) de empresas europeas como % del total de M&A, capitalización y saldos vivos de bonos, respectivamente, bien en otros Estados miembros (Intra-UE) o frente al resto del mundo (RoW).

Los mercados financieros, mediante la emisión e intercambio de instrumentos (sobre todo *equity*), **son -y deben ser- la principal fuente de financiación de las empresas para proyectos de innovación**, caracterizados por horizontes dilatados de implementación, rendimientos inciertos y beneficios intangibles en caso de prosperar, rasgos que los hacen menos preferibles para financiarse con deuda.

Por tanto, **una insuficiente profundidad y liquidez en los mercados financieros lastra las capacidades de inversión de las empresas europeas y las transformaciones decisivas pendientes**, lo que se refleja en un atraso relativo creciente en diversas métricas (nº de patentes, unicornios, fondos de capital riesgo, fusiones transfronterizas, gasto en I+D, salidas a bolsa, emisión de bonos, volúmenes de trading, etc.) y podría explicar, a su vez, gran parte del persistente estancamiento de la productividad y del PIB per capita.

Lo que podrían ganar las empresas españolas

Las tendencias adversas podrían revertirse si se culmina la UMC, principalmente en beneficio de ahorradores y empresas en sectores de alto contenido innovador, permitiéndoles doblar la atracción de financiación hasta el medio billón de euros cada año según New Financial. Para aproximar este escenario de oportunidad *'What if?'* el *think tank* proyecta que la integración de los mercados financieros europeos haría converger a cada país con el cuartil más avanzado en cada mercado, algo no dado pero sí alcanzable con una Unión de Mercado de Capitales y varios años de *catch-up*. En esta hipótesis, España saldría notablemente beneficiado sumando a su media anual:

- **1.200M€ de capital** adicional en salidas a bolsa (beneficiando a 6 empresas más);
- **19.000M€** en emisiones de **bonos** (beneficiando a ~32 empresas más);
- **400M€ en venture capital** (beneficiando a ~258 empresas más); o
- **15.700M€ millones** adicionales en **capitalización de pymes** (beneficiando a ~128 pymes más).



Macro**Insights**



ey.com/es_es/ey-insights - esade.edu/ecpol

eyinsights.spain@es.ey.com

esadeecpol@esade.edu

esade

EsadeEcPol - Center
for Economic Policy

Equipo editorial, de análisis y
visualización de datos:

Fernando Gutiérrez del Arroyo · Juan
Pablo Riesgo · Manuel Hidalgo · Teresa
Raigada · Jorge Galindo

Fuentes y notas metodológicas

Qué es y como funciona el RealTimeTracker

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 20 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral y otro sobre el anual actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

Zona de consulta · Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

Zona de consulta · Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100. (2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción. (3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec). (4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

Zona de consulta · Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente al 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

Zona de consulta · Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.