

Opinión

Sobre el declive de los mercados financieros



Ignacio de la Torre

En 1309 la República de Venecia subastó los primeros bonos al público, cerca del puente de Rialto, para hacer frente a sus guerras. Por primera vez los mercados cumplían el papel de financiación soberana, ya que hasta entonces la de los Estados había corrido a cargo de la banca; función que ésta siguió desempeñando en los siglos ulteriores, aunque cada vez con menor preponderancia. Durante las guerras napoleónicas Francia se financió sobre todo con bancos, Inglaterra con bonos. Dado que los segundos presentan mayor diversificación, Inglaterra consiguió un menor coste financiero que Napoleón, una ventaja competitiva crucial que explicó, entre otras, su victoria. Desde entonces, los mercados han sido la principal fuente de financiación soberana. Con todo, la muy relevante presencia de los bancos centrales en la compra de bonos soberanos ha reducido la liquidez de estos mercados, gestando posibles problemas de inestabilidad financiera futuros.

Las primeras Bolsas de valores se desarrollaron en Holanda e Inglaterra durante el siglo XVII, y permitieron canalizar los ahorros hacia los recursos propios de las empresas que mejores perspectivas de crecimiento presentaban, cimentando así el capitalismo. El papel de los mercados bursátiles para financiar las innovaciones asociadas a las revoluciones

industriales fue clave. En este contexto, las empresas innovadoras en crecimiento, cruciales para la cuarta Revolución Industrial, acudieron decisivamente a la Bolsa para financiar su crecimiento en etapas tempranas.

A su vez, las empresas grandes emitieron bonos sobre todo desde el siglo XIX para diversificar la financiación bancaria, emulando así el movimiento que los Estados habían iniciado previamente para financiar su deuda. Desde 1979, los mercados también financiaron la deuda de empresas de más riesgo, mediante los mercados de bonos de alto rendimiento o *high yield*.

Los excesos asociados a la burbuja de internet de finales de 1990 desembocaron en onerosas regulaciones que afectaban a los mercados financieros y devinieron a su vez en excesos regulatorios. La consecuencia es que cada vez menos firmas acudieron a las Bolsas a financiarse, y en paralelo

se desarrollaron industrias de capital privado para sufragar recursos propios de las empresas, bien innovadoras (financiadas por *venture capital*) o establecidas (financiadas por *private equity*). Si Amazon salió a Bolsa en 1997 con una capitalización de tan sólo 600 millones (hoy vale casi 2 billones) y un folleto informativo que no excedía de 80 páginas, Uber pudo mantenerse como no cotizada hasta alcanzar una valoración de 80.000 millones de dólares, y, cuando salió a Bolsa, su folleto rondaba las 300 páginas, algo que luego repercutía en considerables costes regulatorios. Además, las reformas conducentes a reformar el análisis bursátil han acelerado el declive de las Bolsas, especial-

mente entre valores medianos, otro "hurra" regulatorio. No es de extrañar que en los últimos veinte años el número de cotizadas en Estados Unidos se haya ido aproximadamente a la mitad. La OCDE calcula que el número de empresas cotizadas se ha reducido en 15.000 desde 2005 entre Estados Unidos y Europa, cantidad apenas compensada con las escasas nuevas salidas a Bolsa. Se calcula que la industria de *private equity* global (creada en los años 1980) podría mover hoy unos 8 billones de dólares, ó 16 si tenemos en cuenta el endeudamiento que emplea para comprar empresas. Es una cifra superior al PIB chino y ligeramente inferior al estadounidense. El conjunto de las Bolsas mundiales capitaliza unos 100 billones de dólares.

Las bolsas cada vez cumplen menos la función de financiar a empresas medianas exitosas

Financiación privada

Si los mercados de bonos corporativos convivieron con los bancos para

la financiación de la deuda empresarial, desde hace años la financiación privada también se ha ido abriendo camino en la deuda empresarial. El *direct lending* permite canalizar dinero de fondos de inversión directamente para prestar a empresas. A nivel global hoy podría manejar 2 billones de dólares, cantidad no desdeñable si consideramos que los mercados de bonos corporativos mundiales valen unos 30 billones y que el ritmo de crecimiento del *direct lending* es muy intenso: la industria apenas existía hace unos años.

Aunque siempre es bueno diversificar las fuentes de financiación, el declive de los mercados financieros debería alarmarnos a todos. Los mercados de bonos soberanos son más ilíquidos y más volátiles. Las Bolsas se han escorado hacia escasos valores de gran capitalización, y cada vez cumplen menos su función de financiar a empresas medianas exitosas. Los mercados de bonos corporativos afrontan el auge de la financiación directa. Por si fuera poco, en la zona euro dividimos la escasa liquidez de los mercados financieros en 27 mercados diferentes, lo que dificulta la comparabilidad y genera el éxodo de recursos (250.000 millones de euros al año según el reciente informe Letta) hacia otros más eficientes y líquidos como los estadounidenses.

Las inversiones necesarias los próximos años en transición climática, infraestructuras y defensa son ingentes. Sólo una reforma profunda e inteligente de los mercados financieros permitirán hacer frente a este reto.

Economista jefe de Arcano Partners, profesor en IE Business School.



España, excepción en colaboración público privada



Francesc Sibina

El Gobierno ha anunciado que aprobará en los próximos meses la norma de transposición al ordenamiento jurídico de la directiva 2022/362 de la Unión Europea respecto a la aplicación de gravámenes a los vehículos por la utilización de determinadas infraestructuras, y en el que, ya avanza, renuncia a introducir el modelo de pago por uso en la red de carreteras de alta capacidad. Lo que convierte a España en una excepción al resto de países de la UE empezando por los vecinos, que están utilizando el pago por uso en su red de alta capacidad, fundamentalmente Portugal, Francia e Italia. Este debate está abierto en España desde hace más de una década, pero ningún gobierno se ha atrevido a tomar esta medida, pese a la necesidad de inversión en mantenimiento y otros retos mucho más urgentes como la digitalización y electrificación de las vías.

La colaboración público-privada ha sido lo que ha permitido históricamente constituir y preservar los estándares de calidad y equidad social en numerosos servicios de interés público relevantes, por lo que resulta inexplicable que en España no se esté utilizando este instrumento y que no exista una clara voluntad política para disponer de un argumentario sólido que permita valorar positivamente las aportaciones a la sociedad que la colaboración público-privada conlleva para la ciudadanía y el interés general.

El progreso de los países está directamente vinculado a sus infraestructuras y equipamientos; y su futuro, a las inversiones que realizan los gobiernos para desarrollarlas, mantenerlas y modernizarlas.

España dispone en este sentido de un buen patrimonio acumulado durante años y, en gran medida, ha contribuido a ello la colaboración público-privada mediante el modelo concesional y, en particular, el de pago por uso.

Gracias a la financiación privada se han anticipado al futuro y han permitido al Estado no tensar más el déficit

y primar necesidades más básicas para satisfacer adecuadamente el bienestar del ciudadano. Al mismo tiempo, el modelo concesional genera miles de puestos de trabajo de calidad reteniendo el talento e impidiendo que las empresas elijan otros países para invertir y generar riqueza.

Incomprensible

Es, por tanto, incomprensible que desde hace más de una década España haya reducido drásticamente el uso de este modelo, al contrario de nuestros países homónimos, como también ha constado la Oficina Independiente de Regulación y Supervisión de la Contratación (OIReScon) en su último informe relativo a los contratos de concesión. El volumen del sector concesional en la Unión Europea triplica de media al actualmente existente en nuestro país.

Lo cual provoca, a su vez, que la necesaria inversión en infraestructuras y actualización de los servicios, ya sean mejoras de sostenibilidad, tecnológicas o de innovación, también vayan a cargo del erario público, o incluso se produce un escenario aún

más preocupante como es el de dejar de acometer estas inversiones tan necesarias.

Un ejemplo claro de ello son las nefastas consecuencias que estamos viviendo por esa falta de inversiones públicas que, año tras año, se han dejado de realizar en las infraestructuras hídricas.

Los actuales niveles de endeudamiento y la fuerte tensión del gasto social con toda seguridad van a seguir impidiendo mantener una inversión razonable en infraestructuras los próximos años, por lo que es preciso acudir a la colaboración público-privada y a mecanismos como el pago por uso; es decir, a la contribución por parte de los usuarios.

La colaboración público-privada, siempre basada en principios de transparencia, seguridad jurídica y buena gobernanza, facilita la movilización de inversión privada para un crecimiento inteligente e integrador, más allá incluso de los fondos *Next Generation*.

Y una sociedad vanguardista como la nuestra no puede prescindir de ella. Al contrario, necesitamos más y me-

mejor colaboración público-privada, por lo que es el momento de tomar las medidas oportunas para movilizar la inversión privada.

El actual contexto supone una ventana de oportunidad.

En este sentido, la Cámara de Concesionarios de Infraestructuras, Equipamientos y Servicios Públicos ya publicó e hizo llegar una propuesta al Gobierno, en el primer semestre de 2020, llamada *Plan de inversión en concesiones para la reconstrucción de la economía* que tenía por objeto realizar un intenso estímulo sobre la actividad económica mediante un programa de inversiones sufragado íntegramente desde el sector privado y que comportaba globalmente una inversión privada directa de 301.839 millones de euros de inversión sin ningún impacto presupuestario, directo ni indirecto para las administraciones públicas españolas, y que en el primer semestre de 2024 es íntegramente vigente.

Presidente de la Cámara de Concesionarios de Infraestructuras, Equipamientos y Servicios Públicos