

# Opinión

## La CNMV pone firmes a las cajas

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) reflejó ayer cierta preocupación por cómo están planeando las cajas las futuras salidas a Bolsa de sus bancos. Lo hizo mediante una carta dirigida a la CECA -publicada posteriormente en su página web- que destila claridad y contundencia, lo cual es de agradecer. El organismo recuerda a estas entidades la obligación de colocar en el mercado al menos el 25% del capital de los futuros bancos para poder ser admitidos en el parqué. Semejante puntualización no debería haber sido necesaria -lo impone el real decreto de 2005 que regula los requisitos relativos a la admisión a cotización-, pero no estorba teniendo en cuenta que algunos directivos de cajas han expresado la voluntad de reducir tal porcentaje. La misiva matiza que esta misma norma admite salidas por debajo del 25% -sucedió con Criteria e Iberdrola Renovables, que se limitaron al 20%-, aunque tal decisión descansa en la CNMV, que analizará caso por caso, y no en la voluntad de las cajas.

Se comprende que estas entidades quieran limitar el capital que colocan en Bolsa, pues la situación financiera y bursátil exigirá un alto descuento. Además, la necesidad de concluir los procesos antes de septiembre pone en peligro el éxito. Aun así, una salida a Bolsa es una operación extremadamente compleja y delicada y no caben presiones a la CNMV para que tome medidas adaptadas a sus necesidades. Especialmente, porque deben recuperar una reputación en entredicho. La CNMV acierta de pleno al sentar las bases de sus posibles estrenos en el parqué, evitando así que vuelvan a cometer nuevos deslices.

Pues los procesos, aunque todavía en ciernes, podrían adolecer de algunas otras deficiencias que precisan corrección. Una de las más graves es la dificultad de valorar unas entidades poco acostumbradas a funcionar bajo la transparencia inherente a compañías cotizadas. Como solución, acertada, el regulador impondrá tramos destinados a inversores institucionales, con suficiente capacidad de análisis, que garantizará una estimación alternativa y ecuánime. Además, evitaría una colocación masiva a los clientes de las propias cajas, cuyas potentes redes comerciales tienen fácil acceso a unas personas a veces carentes de suficiente cultura financiera. Eufemísticamente, el organismo califica tal posibilidad como "conflicto de intereses".

El presidente de la CNMV, Julio Segura, ha velado por los posibles inversores de estas futuras entidades, aunque también ha orientado a unas cajas algo despistadas. Cotizar en Bolsa podría aportarles el capital que necesitan, pero exige unas reglas de juego muy claras. Las recetas de buen gobierno han de cuajar sinceramente en ellas y mientras antes se adaptan, mayor probabilidad de éxito tendrán en sus debuts bursátiles.

## Empieza el deshielo entre Zapatero y Mas

El presidente de la Generalitat entró ayer en La Moncloa con una larga lista de peticiones para el presidente del Gobierno y una positiva voluntad de "arrimar el hombro" para recuperar la economía, especialmente en las ayudas a las pymes. Entre sus demandas hay una treintena de trasposos que dejó pendiente el tripartito y no menos de seis transferencias que CiU considera incompletas. Artur Mas, que tras la reunión ve "buenos indicios", espera también que el Gobierno aporte este año los 1.000 millones correspondientes al Fondo de Competitividad y otros tantos para cumplir la disposición del Estatut que obliga a invertir en Cataluña la parte proporcional de su PIB, un 18% del total del Estado (más confirmó que se han desbloqueado 760 millones para infraestructuras). Pero en esta voluminosa cartera destacan las soluciones para corregir el abultado déficit de las maltrechas finanzas catalanas, es decir, la autorización para emitir deuda a largo plazo. Y es lo que Mas lleva casi seguro a Cataluña. Prohibirlo sería pisar la "línea roja", según Mas. Pero hacerlo es un agravio a otras Administraciones, aunque Mas haya llegado con un plan que recorta el gasto el 10% en 2011, y un más que insinuado apoyo parlamentario. Este deshielo entre Mas y Rodríguez Zapatero es positivo para España. Como sería también aflorar el gasto real de todas las autonomías y establecer por ley un techo de gasto.

## Crisis y mercado único



**JOAQUÍN MAUDOS**

CATEDRÁTICO DE ANÁLISIS  
ECONÓMICO DE LA UNIVERSIDAD DE  
VALENCIA E INVESTIGADOR DEL IVIE

La crisis que comenzó hace ya más de tres años y que ha impactado adversamente en un elevado número de países ha dejado secuelas de gran calado, entre ellas los efectos sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos.

Como nos recuerda tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europea en sus informes sobre la integración financiera en Europa, avanzar en el grado de integración es muy importante dado el efecto beneficioso que tiene sobre el desarrollo financiero y, por esta vía, sobre el crecimiento económico.

Consciente de la importancia de este tema, la Fundación de Estudios Financieros incorporó hace tres años a su *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* un informe realizado por el IVIE con el objetivo de valorar los avances conseguidos hacia la construcción de un mercado financiero único y la posición del sistema financiero español en este contexto. Y hace escasos días que se han presentado públicamente los resultados del *Observatorio 2010* cuyas principales conclusiones referidas al proceso de integración financiera son:

- La crisis ha tenido un impacto negativo sobre la integración financiera, si bien desde mediados de 2009 se observa que el efecto negativo se ha ralentizado en algunos mercados en un contexto de mayor estabilidad financiera. La vuelta a una situación de cierta normalidad en los mercados financieros se explica, en gran medida, por las acciones llevadas a cabo por el Eurosistema y la Comisión Europea (CE), determinadas en los acuerdos internacionales aprobados en las cumbres del G-20 con objeto de estimular las economías y mejorar la estabilidad financiera.

- Aunque las medidas implementadas para afrontar la crisis han permitido recuperar parte del retroceso en el grado de integración ocurrido con el estallido de la crisis, no se ha vuelto a los niveles previos a la crisis. No obstante, el grado de integración varía en función del mercado financiero analizado, siendo mayor en los mercados mayoristas que en los minoristas.

- España es uno de los países de la UE-15 que ha experimentado un mayor crecimiento en el tamaño de los mercados financieros desde la introducción del euro y la aprobación del Plan de Acción de los Servicios Financieros en 1999.

- Los efectos de la crisis se han dejado notar en el desarrollo financiero pero España sigue siendo uno de los países que más se ha beneficiado de la integración financiera europea. En concreto, entre 1999 y 2009, la contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB en la zona euro es de 0,15 puntos porcentuales (pp) al año, siendo en España más de cuatro veces superior. Si nos centramos en el periodo de crisis 2007-2009, la contribución del desarrollo financiero al crecimiento del PIB es prácticamente nula en la eurozona (0,02 pp), siendo superior en España (0,17 pp).

- Parte del beneficio asociado al desarrollo financiero se debe al avance en el grado de integración, siendo el beneficio en términos de crecimiento del PIB superior en España que en la eurozona. No obstante, con la crisis iniciada en el verano de 2007, el beneficio asociado a la integración se ha resentido, si bien sigue siendo positivo. En España, aunque también se reduce el beneficio asociado a la integración, la aportación es tres veces superior, con una contribución anual al crecimiento del PIB de 0,021 pp al año.

- Existen incertidumbres sobre las secuelas que tendrá la crisis en la inte-

gración europea. Es cierto que desde la segunda mitad de 2009 se ha producido una cierta normalización en los mercados financieros que ha permitido recuperar parte del terreno perdido en materia de integración. Ahora bien, a esto se une la crisis de la deuda soberana que ha tenido lugar en el año 2010 en algunos países europeos (principalmente Grecia e Irlanda) y que amenaza con extenderse en la actualidad a Portugal. Esta situación supone una nueva amenaza en el proceso de integración financiera hasta el punto de que hayan saltado las alarmas más catastrofistas de una hipotética desintegración del euro, obligando a la UE a la creación de un fondo de estabilidad para posibles rescates, que ha sido modificado recientemente mediante la aprobación del Mecanismo Europeo de Estabilidad que sustituirá en 2013 al actual Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Si bien es una medida encaminada a devolver la confianza a los mercados, favorecer la estabilidad financiera y evitar nuevas crisis de deuda, habrá que esperar a una nueva actualización del *Observatorio* para comprobar si dicha iniciativa será suficiente para volver a la senda de la integración financiera.



España sigue siendo uno de los países que más se ha beneficiado de la integración financiera europea"

### CincoDías

Director Jorge Rivera

Subdirectores José Antonio Vega y Juan José Morodo

Redactores Jefes Fernando Sanz (Especiales), Ángeles Gonzalo (Finanzas), Rafaela Perea (Diseño), Nuño Rodrigo (Mercados-5D)

Secciones Cecilia Castelló y Ana Perona (Empresas), Carmen Monforte (Energía), Antonio Ruiz del Árbol (Telecomunicaciones), Marimar Jiménez (Cinco Red), Bernardo Díaz (Economía), Natalia Sanmartín (Vida Profesional), Juan Ferrarri (Opinión), Nuria Salobral (Mercados-5D), Federico Castaño (Política), Paz Álvarez (Empleo y Directivos), Kirru Artea (País Vasco) y Óscar Laguarda (Infografía)

Corresponsales Ana B. Nieto (Nueva York) y Bernardo de Miguel (Bruselas)

Director Cincodías.com Jorge Chamizo. Jefe de sección Arantxa Corella

Gerente Marta Moldes

Operaciones José Luis Gómez Desarrollo Digital Iciar Moscote del Prado

Producción Ángel Martín Marketing Eduardo Díaz

Suscripciones Alberto Alcantarilla Sistemas Javier Álvarez

Depósito legal: M-7603-1978. Difusión controlada

Edita Estructura, Grupo de Estudios Económicos, S.A. Miguel Yuste, 42. 28037. Madrid. Teléfono 915 386 100.