

II. DOCUMENTOS

LA CRISIS ECONÓMICA EN LA UE EN PERSPECTIVA POLÍTICA E INSTITUCIONAL. ¿HACIA DÓNDE VAMOS?

José María Gil-Robles Gil-Delgado*

1. EL PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

A) El tópico en boga en los medios de comunicación es que las decisiones importantes a nivel europeo se toman a cencerros tapados, en tenebrosos conciliábulos secretos de los Jefes de Estado y de Gobierno.

¿Cuál es la realidad?

La realidad es que las decisiones en la Unión se toman por órganos de composición o designación democráticas y mediante procedimientos establecidos en los tratados (o en las normas que los desarrollan) con una fase de preparación o deliberación públicas. Procedimientos tan democráticos como los que se utilizan en los países miembros pero con una diferencia sustancial, a saber: que en la Unión Europea están orientados a conseguir, siempre que sea posible, decisiones por consenso.

La razón de esa diferencia es sencilla: la Unión Europea está formada por 28 países diferentes en su historia, tradición, mentalidad y costumbres. Cuanto más se tengan en cuenta esos factores al tomar una decisión más fácil será ejecutarla.

En la cultura popular está muy arraigada la idea de que para resolver un problema basta con dictar una ley o un reglamento. Esa es una falsa idea, a la que muchos, muchos años de promesas políticas han contribuido sin duda. Quienes llevamos muchos años ejerciendo la abogacía, comprobamos continuamente cuán difícil es que una nueva ley arraigue en la sociedad, vaya creando costumbre y siendo cumplida como un hábito. Con las normas europeas, por comunes y por tanto en parte extrañas, eso pasa aún más. El consenso es, pues, fundamental.

B) Trataré, a continuación brevemente de los principales procedimientos.

a) No creo que sea necesario entrar en los procedimientos judiciales. La mayor parte de las normas comunitarias las aplican los tribunales nacionales, pues desde el principio se optó por la fórmula de que el sistema judicial de la Unión fuese muy reducido: un tribunal de un magistrado por país miembro que

(*) Ex-Presidente del Parlamento Europeo. Catedrático Jean Monnet "Ad Personam". Universidad Complutense de Madrid

juzga los casos de menos importancia y otro que juzga los de más importancia y revisa las decisiones del anterior; a los que se ha agregado recientemente otro, especializado en litigios que afectan al régimen de personal de las instituciones. Los casos que resuelven son, básicamente, los de incumplimiento de normas de la Unión por parte de los estados miembros o de las instituciones comunitarias. Y las normas de procedimiento siguen las líneas habituales en cualquier Estado de Derecho. No es necesario precisar más.

b) Tampoco me parece que haga falta entrar en los procedimientos de toma de decisiones del Banco Central Europeo. Su Comité Ejecutivo está integrado por el Presidente, un Vicepresidente y cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo y sometidos al examen de la Comisión competente del Parlamento Europeo. A ellos se agregan los Presidentes de los Bancos Centrales de los Estados miembros de la zona Euro para formar el Consejo de Gobierno y los de los demás estados de la Unión para formar el Consejo General (que no toma decisiones).

Ninguno de los bancos centrales que existen en el mundo adopta sus decisiones mediante deliberación pública. No lo admite la naturaleza de sus funciones. La garantía de su independencia y, en lo posible, de su acierto está en su método de designación y, en el caso del Banco Central Europeo en la obligación de dar cuenta al Parlamento Europeo. Es bueno recordar, a este respecto, que el nombramiento del primer Presidente del Banco Central Europeo, Sr. DUISENBERG, fue muy trabajoso. Toda la tarde del 1º de Mayo de 1999 se la pasaron discutiendo KOHL, que defendía ese nombramiento y CHIRAC, que propugnaba el de TRICHET mientras el Consejo Europeo, que tenía que adoptar el acuerdo, se iba retrasando. Hasta que a las 10 de la noche se llegó al acuerdo de que DUISENBERG sería nombrado previo compromiso escrito de que dimitiría a mitad de mandato y previa promesa alemana de que votaría como sucesor a TRICHET. Naturalmente en esa situación de debilidad al Parlamento Europeo le faltó tiempo para arrancar del candidato, en el día de su examen, el compromiso solemne de que acudiría cada trimestre a la Comisión competente del Parlamento a dar cuenta pública de su gestión. Ni él ni sus sucesores han faltado nunca a ese compromiso, con lo cual, los europeos han disfrutado de un buen instrumento de conocimiento y control.

c) Hay una gran variedad de procedimientos legislativos y de aprobación de los tratados y en todos ellos interviene el Parlamento Europeo. En el 86% de los casos su conformidad es indispensable y sin ella no se aprueba la norma, tratado o presupuesto; pero incluso en el 14% restante su intervención garantiza la publicidad de las decisiones. La iniciativa de la Comisión no solo es pública, sino que en todos los casos va precedida de consultas en las que pueden participar todos los ciudadanos europeos, directamente por vía electrónica o mediante sus

asociaciones o grupos de interés. Las fases de enmienda, deliberación y votación son públicas, tanto en pleno como en comisión, y son públicos los sucesivos textos.

Cierto es que las deliberaciones de la otra rama del poder legislativo no están abiertas al público, pero de hecho son perfectamente conocidas, y a menudo analizadas, tanto las posiciones de partida como las decisiones que resultan de la negociación. Aparte de que, en algunos países, los ministros del Consejo han de dar cuenta, o incluso solicitar instrucciones de voto, a sus respectivos parlamentos nacionales. Pero sin necesidad de acudir a esas fuentes autorizadas basta con consultar cualquier medio especializado para enterarse de lo que se cuece en el Consejo, incluso en los casos en que el debate no se ha hecho público.

d) El poder ejecutivo de la Unión también está dividido entre el Consejo y la Comisión. El Consejo se limita cada vez más a las orientaciones generales y la Comisión gestiona el día a día y la aplicación del Presupuesto.

Del Consejo ya he hablado. En cuanto a la Comisión hay que destacar que su designación ya no depende solo de los estados miembros sino que se exige la confianza del Parlamento Europeo, que controla su acción mediante preguntas, mociones comparecencias, aprobación o rechazo de las cuentas y, en su caso, mediante la censura o la simple retirada de la confianza política.

Ha sido una evolución lenta, progresiva y muy positiva, pues la situación y control de la actuación de la Comisión son los cualquier gobierno parlamentario. Con una particularidad, y es que en el Parlamento Europeo nunca ha habido mayoría de un solo partido y no existe, por tanto, el enlace férreo entre ejecutivo y mayoría parlamentaria que tanto disminuye la eficacia del control por parte de muchos parlamentos nacionales, y que la Comisión misma es pluralista, como los gobiernos de coalición.

Con ocasión de las últimas elecciones europeas se ha puesto de manifiesto que según el Tratado de Lisboa la designación del Presidente de la Comisión y la composición de ésta dependen directamente del resultado electoral. El procedimiento llamado de los "*Spitzenkandidaten*", no es una ocurrencia ocasional sino una consecuencia del Tratado y un gran paso adelante democrático. Y muchos ciudadanos se han enterado, por fin, de que la Comisión es un ejecutivo que se apoya en una mayoría parlamentaria de populares (democristianos y afines) socialistas y liberales.

Este juego no es fácil de comprender en España, donde la cultura política en materia de democracia representativa y coaliciones políticas se ha desarrollado poco desde la transición, pero es muy importante para la Unión Europea, cuyo desarrollo pasa por la continua búsqueda del consenso, entre las tres grandes fuerzas políticas que desde el inicio lo han ido construyendo.

e) Por último me referiré al Consejo Europeo, la cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno, que tiene como misiones reconocidas impulsar el funcionamiento de la Unión y realizar los nombramientos más importantes.

De hecho en estos años de grave crisis económica y casi existencial es el órgano que ha sacado del atolladero el carro de la Unión, tomando las decisiones más importantes.

Y como esas decisiones han sido poco populares, o no siempre populares, para decirlo suavemente, los descontentos con estas decisiones –y los descontentos con esta Unión, que también son muchos- se rasgan fácilmente las vestiduras y argumentan que son decisiones tomadas en secreto por un órgano no elegido directamente por los ciudadanos; por tanto, dicen, decisiones no democráticas.

Vayamos por partes

Las decisiones del Consejo Europeo se toman, es cierto, en sesión a la que sólo asisten:

- El Presidente del Consejo
- Los Jefes de Estado o de Gobierno, y
- El Presidente de la Comisión

El Presidente del Parlamento sólo interviene con un discurso inicial seguido generalmente de un debate. Luego se va.

Pero la sesión no es secreta, puesto que asisten también unos pocos diplomáticos (los antichi) especializados en recoger por escrito cuanto se dice y acuerda. Y los acuerdos se hacen públicos tras cada sesión.

Item más, esas decisiones no se toman de golpe y por sorpresa. Van precedidas siempre de una carta del presidente a sus colegas que explica el contenido de la reunión (y que no es pública pero que siempre se conoce) y, cuando se trata de decisiones importantes, de informes del propio Presidente, de la Comisión o del Parlamento, que se hacen públicos. Por último, el Presidente, del CE tiene la obligación de comparecer en el Parlamento Europeo e informar de los acuerdos tomados, en una sesión pública y con el correspondiente debate en el que los grupos políticos expresan su opinión, para conocimiento de los ciudadanos.

Y, cuando los acuerdos exigen para su efectividad nuevas normas legales, se tramita la correspondiente propuesta legislativa que sigue el procedimiento habitual al que ya me he referido antes.

f) Por tanto, del procedimiento de toma de decisiones en la Unión Europea se puede decir que es lento, incluso muy lento, y que suele carecer de atractivo mediático, pero no que es secreto, ni antidemocrático. Es más, sostengo y afirmo que es más democrático y, desde luego, mucho más consensual que el de la mayoría de los países miembros.

Tengamos en cuenta que estamos hablando de una vida política a escala continental y que esa dimensión y variedad se refleja inevitablemente, como ocurre también en los Estados Unidos de América, en la pluralidad interna de los partidos y en la necesidad de una continua composición y arbitraje entre intereses diversos y contrapuestos.

2. REFORMAS INSTITUCIONALES

He de suponer que no se refiere este epígrafe a las reformas del tratado de Lisboa, sino a las que se han introducido después.

A) La primera ha sido una modificación del Tratado, mínima en su extensión (un solo artículo) pero importantísima en su contenido, pues ha permitido que los Estados miembros –todos, y recalco todos- aportasen los fondos suficientes para rescatar a los que podían quebrar. Grecia, Portugal, Irlanda, Chipre y nuestro sistema bancario se han beneficiado de esta reforma, y aún quedan setecientos mil millones de euros disponibles (FEEF y MEDE).

Es una formidable operación de solidaridad y un reconocimiento por parte de los países del Euro de que los lazos que los unen son ya tan fuertes que ninguno puede permitirse el lujo de que se hunda otro, por muy pequeño que sea.

Es frecuente oír o leer profecías catastróficas, críticas al diseño o la idea misma del euro y a las instituciones europeas, además de recelos, desconfianzas y otras manifestaciones xenófobas de unos pueblos europeos contra otros. Pero cuando ha llegado el momento de la verdad estos se han llevado la mano al bolsillo.

B) La segunda reforma de importancia ha sido completar la Unión Económica y Monetaria reforzando las cláusulas de estabilidad (“twin pack” Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza y “fiscal compact”) para la zona euro y dando un gran paso adelante en materia de unión económica, a saber, transfiriendo a Bruselas la coordinación de las políticas presupuestarias de los estados miembros.

La aprobación del presupuesto es una de las manifestaciones más clásicas de la soberanía, que todas las constituciones nacionales reservan a sus parla-

mentos. Pues bien, en los estados que usan el euro antes de esa aprobación los proyectos de presupuesto han de someterse a la Comisión que, si no se ajustan a las orientaciones de la Unión, hará las recomendaciones necesarias para que se ajusten. Lo lógico y normal será que los parlamentos nacionales las tengan en cuenta pero, sin no lo hacen, la Comisión podrá proponer al Consejo Europeo las sanciones que procedan.

En todo ese procedimiento, que se llama el “semestre europeo” participa el Parlamento Europeo que ya está dando los pasos necesarios para que intervengan en las sesiones de sus comisiones representantes de los parlamentos nacionales.

Se trata, en suma, de enmarcar las orientaciones presupuestarias nacionales en una perspectiva europea para evitar, en lo posible, nuevas situaciones de quiebra. Supone la mayor transferencia de poder de los Estados a la Unión de los últimos tiempos, aunque se esté haciendo de manera tan suave y sin estridencias que la opinión pública está tardando en percibirlo. Ha hecho falta la crisis de Grecia para que los europeos empiecen a percibir que ningún país de la zona euro puede decidir libremente su política económica.

C) El tercer bloque de reformas ha sido el que concierne a la banca. El sistema bancario europeo se ha saneado en su mayor parte, se ha implantado el sistema de vigilancia bancaria único –para todos los países del euro y para la mayoría de los demás- se han regulado o se está en vía de regular las operaciones de índole más especulativa y se están limitando las retribuciones e incentivos de los directivos de la banca.

Se trata de un conjunto de normas muy complejo y que ha tenido que superar resistencias feroces, pero que pese a todo va saliendo adelante, incluso a lo que se refiere a la supresión de los paraísos fiscales en el interior de la Unión.

D) Por último he de referirme a una novedad muy reciente, que no es propiamente una reforma institucional sino una cooperación reforzada de diez países para introducir un nuevo impuesto: el ITF, la famosa “tasa Tobin”.

Como precedente para futuros impuestos europeos me parece importante. Como un signo de que se ha roto el tabú de la unanimidad para avanzar en la construcción europea más aún. Por eso es fundamental lograr que, pese a las resistencias con que está tropezando, acabe por cuajar.

3. ¿HACIA DÓNDE VAMOS?

Eso me da pie para intentar responder a esta última pregunta.

A) Vamos hacia una unión federal mucho más fuerte que la que se ha venido creando. Con muchos más lazos entre la mayoría de los países, y unos pocos unidos “en cuerda floja” al resto.

En suma, la Europa a dos velocidades pero con una particularidad: que la gran mayoría no tiene vocación de periferia, sino de núcleo duro. Algo que conviene a todos los europeos, porque una Europa de media docena de países ricos y los demás orbitando alrededor sería una mala Europa, factor de tensiones y empobrecimientos, una muy mala Europa que afortunadamente se aleja en el horizonte.

Lo que hay que dejar abierta es siempre la posibilidad de que quienes se resisten acaben dándose cuenta de su equivocación y se incorporen a la primera velocidad posteriormente. Estoy convencido de que con el tiempo comprenderán que querer seguir resolviendo solos los asuntos que los demás ponen en común es condenarse a la inoperancia o a un papel subordinado.

Solía decir SPAAK que “en Europa no hay Estados grandes y Estados pequeños; todos son pequeños, aunque algunos aún no se han dado cuenta”. Podemos añadir que alguno – Gran Bretaña, por ejemplo - “no quiere darse cuenta” y gasta enormes energías en forcejear para ser “menos europea”. Pero son pocos los que le siguen en ese camino y aún no se han enterado de que, en el mundo intercontinental en que vivimos, ese camino conduce a la inoperancia.

B) En la marcha hacia una mayor área de federalización, la experiencia viene enseñándonos que, a menudo, se pasa por una fase intergubernamental antes de llegar a la comunitaria. A muchos esa etapa les causa alarma y proclaman a grandes voces que la Unión degenera. No comparto ese punto de vista por dos razones:

la evolución no se ha producido nunca de lo comunitario a lo intergubernamental, sino al revés; lo que es lógico, porque la fase intergubernamental permite acostumbrarse a resolver las cosas en común, aunque sea más trabajosamente;

después –y esta es la segunda razón- se acaba percibiendo que el método intergubernamental es mucho más lento e ineficaz que el comunitario; con lo que se acaba pasando, con mucho menos resistencia, a la fase federal.

C) Las instituciones básicas de la Unión son las mismas desde el principio, salvo el Consejo Europeo, introducido posteriormente. Y su evolución se ha producido, también, en un mismo sentido. Veámoslo.

- El Parlamento Europeo ha ido asumiendo cada vez más poderes, y ha pasado de asamblea consultiva a cámara co-legisladora, con poderes presupuestarios, y de control también muy aumentados.

- El Consejo se ha desdoblado, cediendo las funciones de un jefe de estado poderoso al Consejo Europeo, y las ejecutivas a la Comisión, Va convirtiéndose poco a poco en un peculiar Senado de formaciones múltiples pero de papel predominantemente legislativo, aunque con competencias residuales de orientación en materia ejecutiva (Conviene recordar de que el Senado de los EEUU empezó también así).
- La Comisión ha ido democratizándose en su elección y, cese, y realizando ya habitualmente el papel de un ejecutivo.
- El Tribunal de Justicia también se ha desdoblado, reservándose las funciones de un tribunal supremo con facultades de interpretación constitucional.
- Y el Consejo Europeo ha ido asumiendo las funciones propias de un jefe de estado y, también, ejerciendo los nuevos poderes de la Unión en la medida en que los tratados aún no los han atribuido a otras instituciones. Al mismo tiempo que se ha transformado en una institución comunitaria, regulada como tal en los tratados y con un presidente propio e independiente.

Son muchos los perfeccionamientos que pueden introducir en este esquema pero desde ya me atrevo a decir que no cambiará sustancialmente ni a corto ni a medio plazo. No es desde luego una democracia parlamentaria en la que todos los poderes estén concentrados en el Parlamento (o en los partidos que lo integran) sino una democracia constitucional, es decir, de equilibrio de poderes entre el Parlamento (los ciudadanos) y el Consejo Europeo y el Consejo (los Estados Miembros).

No parece necesario ni conveniente alterar ese esquema. Lo que si es necesario, y es la tarea inexcusable de los próximos años, es consolidar y reforzar los servicios que la Unión viene prestando a sus ciudadanos en las siguientes áreas:

- a) En la política exterior, de defensa y seguridad;
 - definiendo áreas de responsabilidad específica europea o compartida con USA.
 - continuando el desarrollo e implantación del Servicio Europeo de Acción Exterior
 - poniendo en marcha de una vez la política común de industria de la defensa.
- b) En la política social introduciendo unos parámetros mínimos pero comunes que eviten el dumping social.
- c) En la política económica y monetaria, perfeccionando o introduciendo:

- un marco presupuestario integrado
- un marco integrado para las políticas económicas
- un marco financiero y un marco fiscal integrados

d) En todos esos campos, y en las demás políticas (agrícola, comercial, energética, ambiental, de asilo e inmigración, etc, etc) lo importante no es que la Unión asuma todas las competencias, sino que pueda establecer marcos de actuación y fijar directrices y hacerlos respetar. Es decir, de buscar un federalismo flexible y respetuoso con el principio de subsidiariedad.

e) Y en todas esas dimensiones, reforzando al legitimidad y responsabilidad democráticas a través de:

- la participación del Parlamento Europeo
- la colaboración de los parlamentos nacionales con aquél
- la iniciativa popular y los demás instrumentos de participación ciudadanos

Los medios existen... si los ciudadanos quieren usarlos. La democracia no es un sistema pensado para menores de edad, ni para quienes esperan que otros les resuelvan sus problemas. Es para ciudadanos conscientes de sus derechos pero también de sus deberes y responsabilidades.

Soy optimista. Europa tiene la enorme fuerza de la necesidad histórica de su existencia, que le permite ir desmontando los constantes augurios pesimistas y arrollar, lenta pero implacablemente, cuantos obstáculos y resistencias se van oponiendo a su marcha.

LA POLÍTICA FISCAL ANTE LA CRISIS ECONÓMICA. LA CUESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Belén de la Torre*
Vanesa Moral*
Gumersindo Ruiz**

1. LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LA EUROZONA.

En el último año España es, de los grandes países de la zona euro, el que más aumenta el volumen de su deuda pública en términos relativos, en concreto un 7%, pasando de 966 mil millones en 2013 a 1.034 en 2014. En Alemania, Italia y Francia los incrementos son 0,2%, 3,2% y 4,4%, respectivamente. En el conjunto de la eurozona el aumento anual es de 2,8%. (Ver Cuadro1).

España cierra el año 2014 con el segundo mayor déficit público de la eurozona (-5,8%), solo por detrás de Chipre (-8,8%). No obstante, el ajuste fiscal en el último año ha sido de 1 punto porcentual sobre PIB, el mayor de los llevados a cabo por los grandes países de la eurozona: Alemania e Italia aumentan un poco su déficit en el último año, y Francia lo reduce, aunque muy ligeramente (-4,1% en 2013 y -4% en 2014). Otros países de los llamados periféricos realizan ajustes fiscales importantes: casi 9 puntos de PIB en el caso de Grecia, que pasa de 12,3% en 2013 al 3,5% actual; Irlanda pasa de 5,8% de déficit en 2013 al 4,1% actual.

Al considerar el volumen de deuda como porcentaje del producto, España se encuentra en séptimo lugar (98,1%), por detrás de los países denominados periféricos (Grecia, Italia, Portugal e Irlanda), y también de Chipre y Bélgica. (Ver Cuadro 2 y Gráfico 1).

(*) Economista.

(**) Catedrático de Política Económica. Universidad de Málaga.

CUADRO 1
DEUDA PÚBLICA EN LA EUROZONA¹

País	Deuda en 2014 (miles de millones)	% Total
Alemania	2.170	22.8
Italia	2.135	22.4
Francia	2.038	21.4
España	1.034	10.9
Holanda	451	4.7
Bélgica	428	4.5
Grecia	317	3.3
Austria	278	2.9
Portugal	225	2.4
Irlanda	203	2.1
Finlandia	121	1.3
Eslovaquia	40	0.4
Eslovenia	30	0.3
Chipre	19	0.2
Luxemburgo	11	0.1
Letonia	10	0.1
Malta	5	0.1
Estonia	2	0.0
Eurozona	9.519	100,0

Fuente: Elaboración propia.

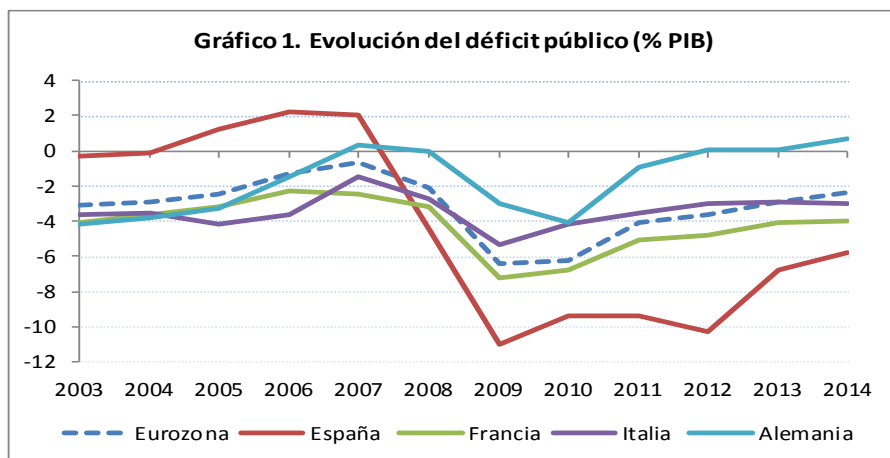
(1) Actualmente la Eurozona está formada por 19 países, de modo que a los 18 anteriores habría que añadir a Lituania. No se incluye en el cuadro de datos de 2014 ya que se incorporó a la eurozona a comienzos de 2015.

CUADRO 2
DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICO EN LA EUROZONA

País	Deuda en 2014 (% del PIB)	% Total (% del PIB)
Grecia	175.5	-3.5
Italia	132.2	-3.0
Portugal	127.7	-4.5
Irlanda	110.5	-4.1
Chipre	107.5	-8.8
Bélgica	105.8	-3.2
España	98.1	-5.8
Francia	95.5	-4.0
Austria	87.0	-2.4
Eslovenia	82.2	-4.9
Alemania	74.5	0.7
Malta	71.0	-2.1
Holanda	69.7	-2.3
Finlandia	59.8	-3.2
Eslovaquia	54.1	-2.9
Letonia	40.3	-1.4
Luxemburgo	23.0	0.6
Estonia	9.9	0.6
Eurozona	94.5	-2.4

Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO (% DEL PIB)



En la evolución de los tipos de interés, comparamos las rentabilidades actuales con las del día previo a las declaraciones del Presidente del BCE, en las que aseguró que haría todo lo necesario para defender el euro, y que fueron el origen de las fuertes caídas posteriores en las rentabilidades de la deuda soberana. Incluimos también los tipos de cierre de 2014, y vemos que en lo que va de año las caídas son de cierta consideración, dados los niveles tan bajos de partida. (Ver Cuadro 3).

CUADRO 3
TIPOS DE INTERÉS DEUDA A 10 AÑOS Y CALIFICACIÓN CREDITICIA

País	Tipo de interés 10 años			Variación en 2015 (pb)	Calificación crediticia
	Actual	31-dic-14	25-jul-12		
Grecia	13.29	9.75	27.63	354	CCC+
Portugal	2.01	2.69	11.44	-68	BB
Italia	1.49	1.89	6.45	-41	BBB-
España	1.46	1.61	7.38	-15	BBB
Irlanda	0.71	1.25	5.98	-54	BBB+
Francia	0.36	0.83	2.28	-47	AA
Alemania	0.08	0.54	1.26	-47	AAA

Fuente: Elaboración propia.

Aunque en el Gráfico 8 se muestra el efecto Dragui, presentamos aquí (ver Gráfico 2) la evolución conjunta del volumen de deuda y los tipos de interés como muestra de las implicaciones de la nueva política monetaria que permite aumentar el volumen de la deuda y hacer caer los tipos, situación que por sí misma carece de fundamento económico.

GRÁFICO 2
TIPO DE INTERÉS MEDIO DE LA DEUDA PÚBLICA EN CIRCULACIÓN Y VOLUMEN DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA (*) MARZO DE 2015.

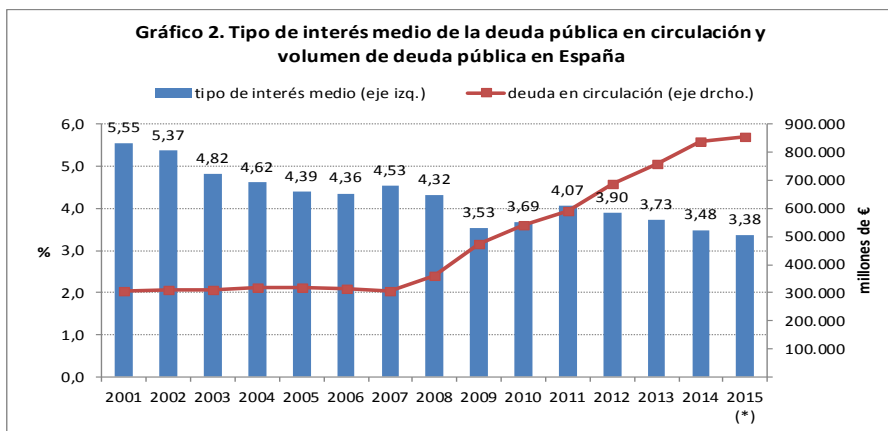
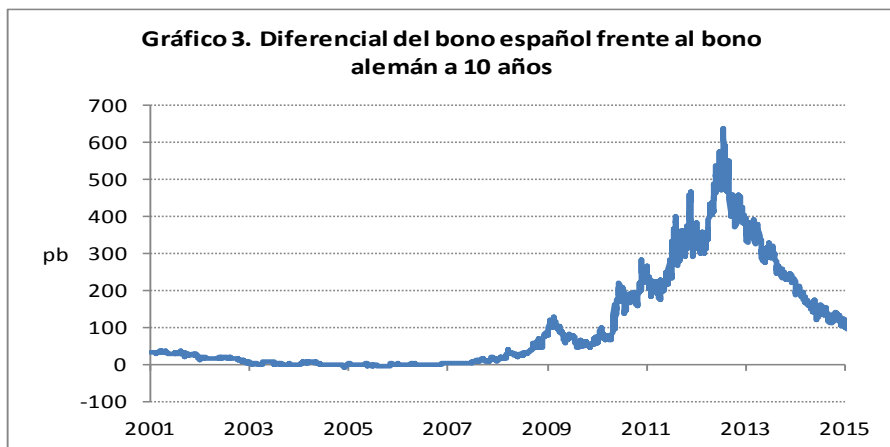


GRÁFICO 3
DIFERENCIAL DEL BONO ESPAÑOL FRENTE AL BONO ALEMÁN A 10 AÑOS



Al comparar los tipos con las calificaciones crediticias vemos que estas han perdido relevancia, ya que todos los tipos se encuentran a niveles muy bajos, y no puede decirse que los diferenciales recojan adecuadamente el riesgo del país.

En el Cuadro 4 se puede ver la evolución del volumen de deuda que la Comisión estima hasta finales de 2016, para los principales países (entre los cuatro concentran cerca del 80% de la deuda actual en circulación de la eurozona). Se observa cómo España es el país en que el incremento de deuda resulta más significativo, con aumentos interanuales elevados, del 5,9% y 4,4% en 2015 y 2016, respectivamente, frente a la media de la eurozona que para esos años es de 2,2% y 1,8%.

En relación al volumen total de deuda viva, las emisiones nuevas no son elevadas, y se concentran en tres países. Este hecho es relevante si lo ponemos en conexión con la política de compras del BCE, que hace escasa la deuda, sobre todo de calidad, en el mercado. Esto fuerza los tipos de interés a la baja, llevándolos a ser negativos.

CUADRO 4
EVOLUCIÓN PREVISTA DE LA DEUDA EN LA EUROZONA EN DOS AÑOS²

País	Volumen de deuda en 2014	Variación prevista (%)		Volumen estimado		Variación en volumen 2016-16
		2015	2016	2015	2016	
Alemania	2.170	-0.8	-0.7	2.152	2.136	-34
Italia	2.135	1.9	1.1	2.176	2.199	64
Francia	2.038	3.4	3.3	2.107	2.176	138
España	1.034	5.9	4.4	1.095	1.143	109
Eurozona	9.519	2.2	1.8	9.725	9.896	377

Fuente: Elaboración propia.

2. DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA EN ESPAÑA: DEUDA PÚBLICA EN EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

En este segundo punto vemos la deuda española en el balance de las entidades de crédito. Este hecho resulta muy significativo si se relaciona con la política de financiación por parte del BCE a las entidades de crédito de la zona del Euro. El BCE no intervenía directamente en el mercado de deuda, pero sí indirectamente, proporcionando liquidez a las entidades de crédito, que a su vez compraban deuda.

La implicación destacada de esta política monetaria, es que se convierte de hecho en una política fiscal, al permitir a los países emitir y colocar fácilmente su deuda. En la práctica les ha permitido mantener déficits fiscales sostenidos.

(2) Estimaciones de la Comisión Europea en sus "Previsiones económicas de primavera", publicadas el 5 de mayo de 2015.

Las entidades de crédito han reducido en los últimos años el peso de la deuda en sus balances, por motivos principalmente de regulación y de valoración de las entidades en el mercado.

Sin embargo, la regulación no ha llegado a concretar si las entidades de crédito tienen que efectuar provisiones en relación al riesgo de la deuda de sus balances, siempre que la mantengan no en cartera de negociación, sino a vencimiento.

En el Gráfico 5 podemos señalar que el aumento de las posiciones de deuda pública en el balance de las entidades de crédito en los primeros meses de 2012 coincide con el programa de liquidez del BCE, que proporciona entre diciembre de 2011 y enero de 2012 alrededor de un millón de millones de euros.

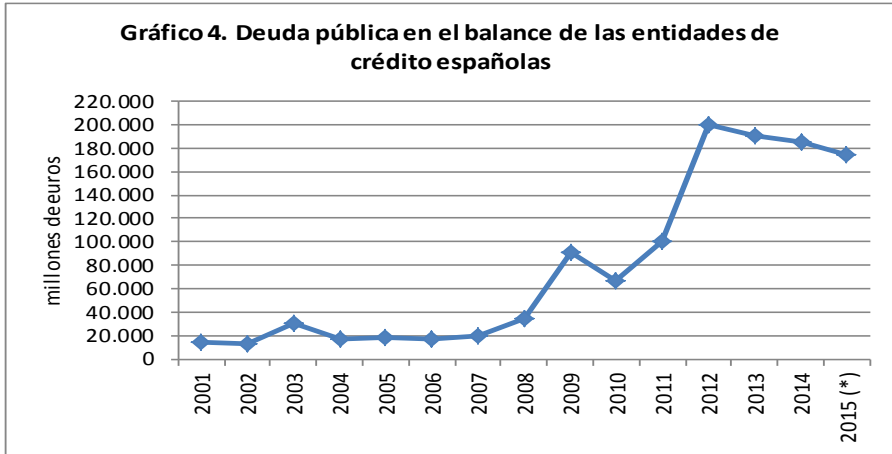
CUADRO 5
DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA (%)

	2015(*)	2013	2007
No residentes	49.8	42.0	39.4
Entidades de crédito	21.8	26.0	6.5
Entidades de seguros	9.7	8.9	8.3
Administraciones públicas	6.4	8.3	12.1
Fondos de inversión	5.7	6.2	14.0
Fondos de pensiones	3.3	3.7	4.5
Empresas no financieras	2.1	3.7	8.2
Personas físicas	0.7	0.8	3.5
Otras instituciones financieras	0.5	0.5	3.5
Total	100.0	100.0	100.0

(*) Marzo de 2015.

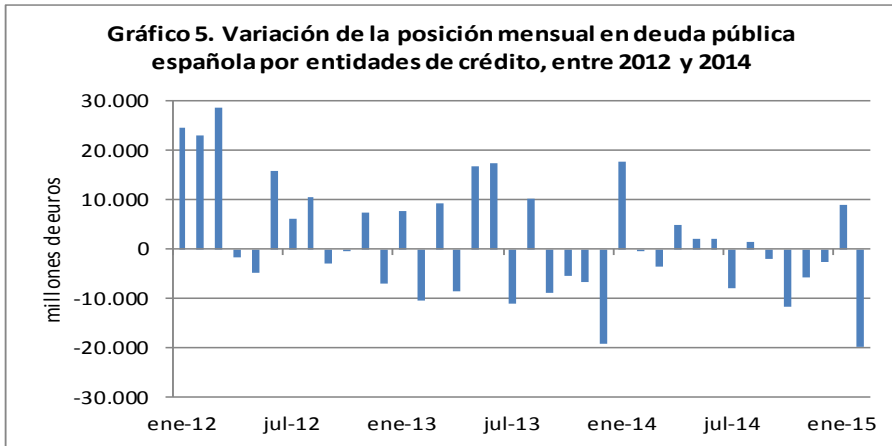
Fuente: Elaboración propia.

**GRÁFICO 4.
DEUDA PÚBLICA EN EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS**



(*) Marzo de 2015.

**GRÁFICO 5
VARIACIÓN DE LA POSICIÓN MENSUAL EN DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR ENTIDADES DE CRÉDITO (2012-2014)**



En momentos de valoración de las entidades como los test de estrés que se dan en 2014, donde había una posición ambigua por parte del regulador sobre la consideración de la deuda pública, las entidades reducen el peso de la misma en sus balances. Más importante es el hecho de que las enormes plusvalías latentes de estas carteras, ante la caída de tipos, lleva a realizarlas y a darlas como beneficio.

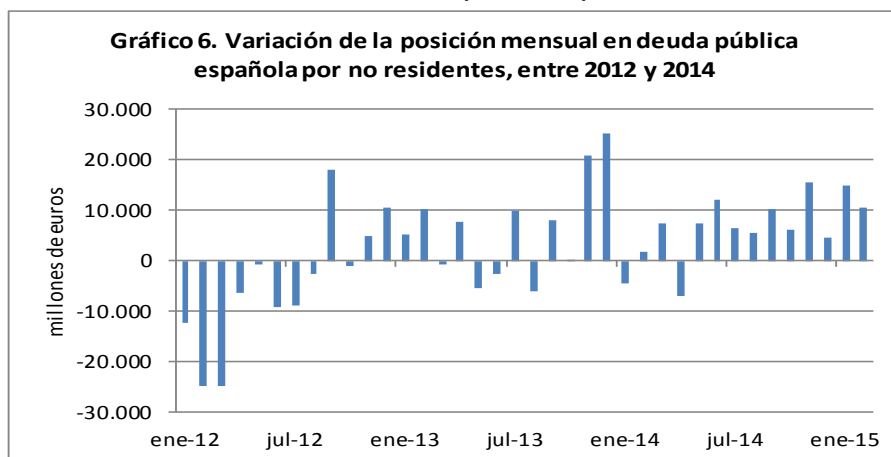
La continuidad en las caídas de tipos en lo que llevamos de 2015 y el escazo recorrido que queda a la baja, con tipos ya claramente negativos, hace que se vendan carteras y se realicen los beneficios correspondientes. Por otra parte, la nueva política de liquidez del BCE va vinculada a la concesión de préstamos que, por otra parte, se convierten en una necesidad para mejorar los balances de las entidades.

Resulta también llamativo el peso de los no residentes en la compra de deuda pública española (ver Gráfico 6). A medida que los tipos de interés caían en los activos, y en la deuda, de menor riesgo, la búsqueda de rentabilidades ha llevado a comprar –y a reducir los tipos- de aquella deuda que puede considerarse de más riesgo como la española.

Los sucesivos anuncios del BCE en el sentido de compra de activos, ha llevado a esta competencia hacia deuda de países que ofrecían algún diferencial con respecto a la de países sin riesgo.

Queremos resaltar cómo se confunden en la actualidad las tradicionalmente independientes políticas monetaria y fiscal, pues los bancos centrales actúan no sólo en el mecanismo de la transmisión de la liquidez y el crédito, sino en el de la financiación pública, a través del sistema bancario, y mediante el mecanismo de tipos y, directamente, de compras.

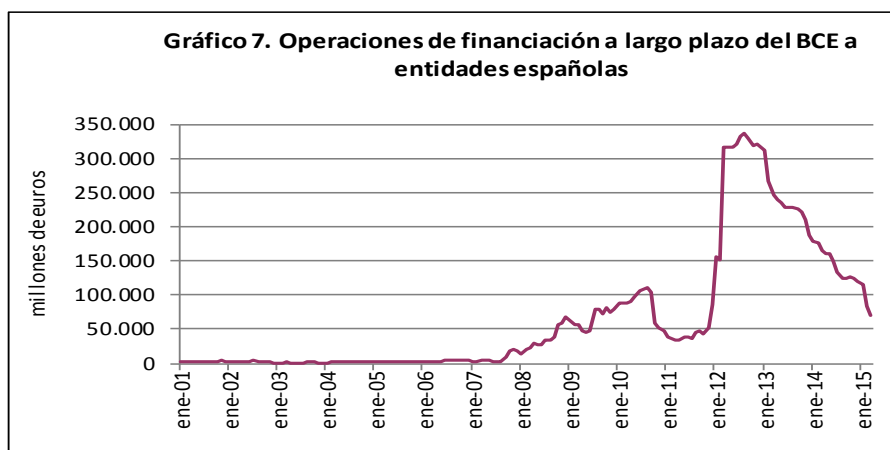
GRÁFICO 6
VARIACIÓN DE LA POSICIÓN MENSUAL EN DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR NO RESIDENTES (2012-2014)



3. ACCESO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS A LA FINANCIACIÓN DEL BCE.

Dedicamos el tercer punto al papel del BCE que hemos apuntado en el punto anterior. En el Gráfico 7 se ve la gran operación de financiación a las entidades de crédito españolas de diciembre de 2011 y enero de 2012, en principio destinada a financiar el crédito a la empresa, pero que, como hemos visto, financia principalmente el déficit público en España.

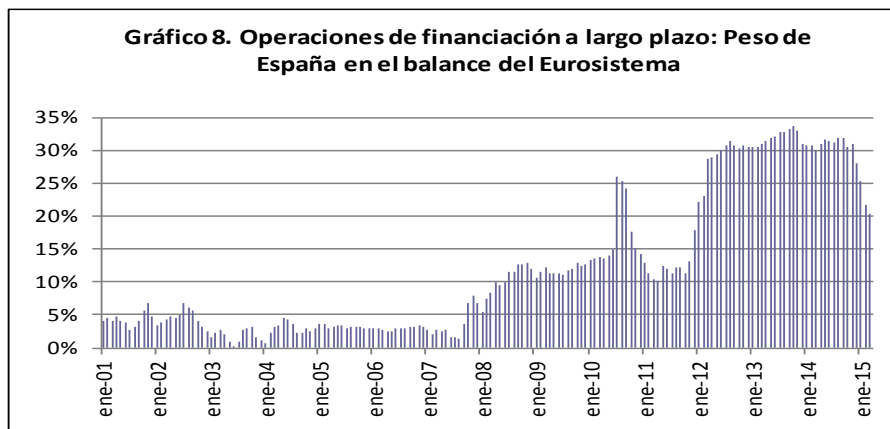
GRÁFICO 7
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO DEL BCE A ENTIDADES ESPAÑOLAS



Aunque las entidades van reduciendo el acceso a la financiación en el BCE al regularizarse los mercados interbancarios, así como por motivos de imagen ante el mercado, vemos que el peso de España en la financiación del Eurosistema es estable y sólo se reduce recientemente al reducirse el peso de la deuda pública en sus balances, y sin que el crédito nuevo haya experimentado un crecimiento considerable. (Ver Gráfico 8).

En este cuarto punto, vemos la influencia en la política monetaria sobre la política fiscal a través del impacto a la baja sobre los tipos de interés. La financiación de la deuda pública ha buscado siempre la referencia de los tipos a corto o largo plazo, para reducir en lo posible la carga de la deuda.

GRÁFICO 8
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO: PESO DE ESPAÑA EN EL BALANCE DEL EUROSISTEMA



4. TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA ESPAÑOLA EN EL MERCADO.

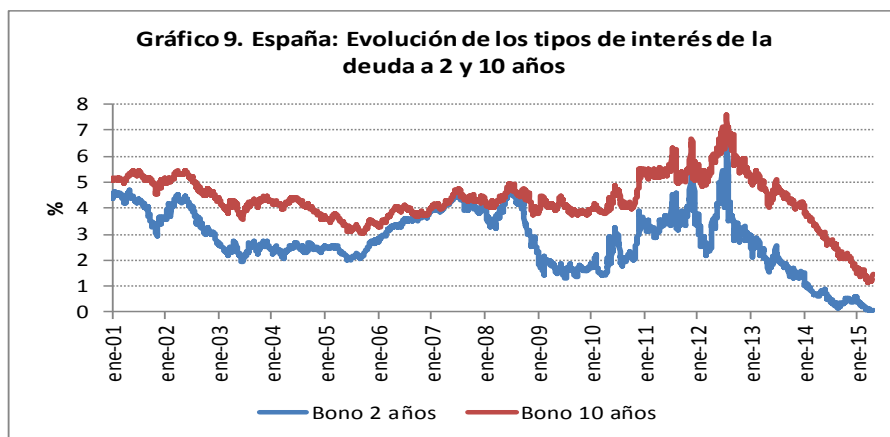
Esperamos que la curva de tipos presente tipos a corto más bajos que los tipos a largo, recogiendo así el riesgo relativo de la duración. Esto lo vemos reflejado en el Gráfico 9, con diferencias no siempre iguales, pero con tipos a diez años claramente por encima de la deuda a dos años, por tomar dos referencias de largo y corto. Esta situación se vuelve más complicada ante el endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE a finales de 2005, que se refleja en una subida más fuerte de los tipos a corto, respondiendo a los tipos más elevados (a corto) del BCE, mientras los largos permanecen relativamente estables en un entorno de euforia económica.

La fuerte intervención del BCE en los mercados tras la crisis de 2008 y la rebaja fortísima de los tipos, lleva a una caída del dos años, mientras que la incertidumbre económica y la percepción del riesgo hacen que el diez años oscile entre el 4% y el 5%.

El control de la situación se pierde en 2010, y de nuevo en mayo de ese año la intervención de la Unión Europea y el BCE consiguen equilibrar los mercados de deuda. Aquí la política monetaria del BCE se une a la fiscal de la UE, con la imposición de un programa de austeridad, elevación de impuestos y reducción del gasto público, junto con otras reformas que buscaban impulsar el crecimiento de la economía y reducir el desempleo. Aparece como fenómeno mediático la prima de riesgo, o diferencial de tipos entre España y Alemania, y la preocupación

fundamental está en la capacidad de financiar el déficit público español en una economía profundamente afectada por la crisis de la burbuja inmobiliaria, y sus efectos sobre la economía real y los balances bancarios.

GRÁFICO 9 ESPAÑA: EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 2 Y 10 AÑOS

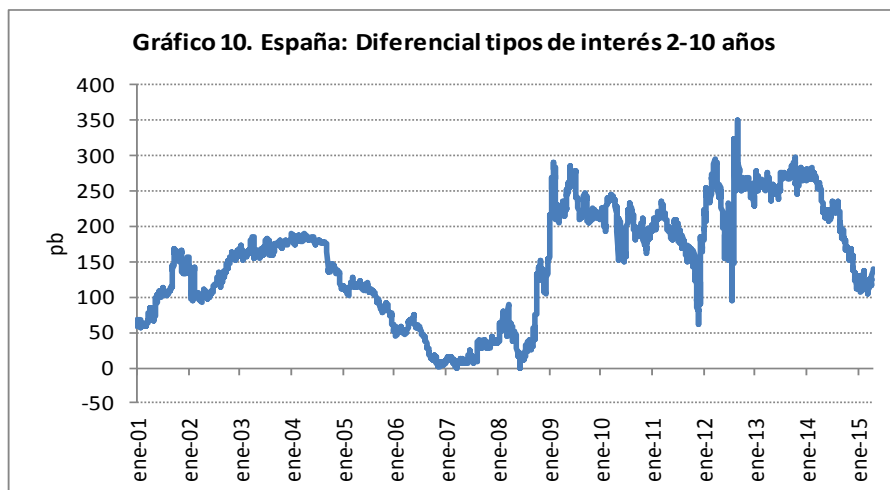


El problema de los tipos de la deuda se agrava en 2012, cuando el reforzamiento de las medidas de austeridad y otras por el nuevo gobierno lleva a la economía a una recesión e intensifica la destrucción de empleo y de potencial de crecimiento. Y todo ello, pese a la inyección de un millón de millones de euros de liquidez por parte del BCE entre diciembre de 2011 y enero de 2012, que se emplea en parte en la compra de deuda pública.

Las palabras del Presidente del BCE en julio de 2012, creando una expectativa de intervención en el mercado de deuda, provoca una caída autoalimentada de los tipos de la deuda en todos los plazos. Los inversores, en busca de rentabilidades, pasan de la deuda a corto a la deuda a plazos más largos, lo que provoca la caída a todo lo largo de la curva de tipos.

La intervención del BCE no se haría efectiva hasta 2014, y desde entonces los tipos caen hasta niveles imprevisibles, situándose los plazos cortos en negativo. El diferencial entre los dos tipos de referencia puede seguirse en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 10
ESPAÑA: DIFERENCIAL TIPOS DE INTERÉS 2-10 AÑOS



5. EL QE EN RELACIÓN CON LA DEUDA PÚBLICA.

El Presidente del BCE, tras el Consejo de Gobierno que tiene lugar el 22 de enero de 2015, informa del comienzo del programa de compras semanales de títulos por parte del Banco. En concreto, las medidas anunciadas son:

- Mario Dragui anuncia que no hay modificación de tipos, pero sí una medida relevante como es la compra de activos financieros que tienen como soporte préstamos, otros activos, y cédulas hipotecarias, tanto títulos privados como públicos. La expansión del programa ya existente supone la compra de 60.000 millones de euros mensuales hasta septiembre de 2016. La justificación de esta medida, en lo que atañe a la responsabilidad del BCE, es que el índice de precios al consumo en la zona del euro está en negativo, y el objetivo del Banco es situarlo en el entorno del 2%. Sin embargo, esta justificación del BCE como garante de la estabilidad de los precios alrededor de un objetivo, tiene un alcance mayor cuando vemos el análisis que hace de la economía de la zona.

Además de deuda privada, los bonos que se van a comprar ahora pueden ser emitidos por gobiernos, agencia e instituciones europeas.

Los programas que actualmente se desarrollan son el asset backet securities purchase (ABSP) y el covered bond purchase programme (CBPP3).

Las nuevas compras se harán en el mercado secundario, con dinero del BCE, esto es, irán al activo de su balance. Se espera que las instituciones que vendan esos títulos usen la liquidez para dar préstamos a la economía real. En cualquier caso, las condiciones financieras se espera que sean más cómodas.

- El control de este programa lo lleva el BCE, para mantener la política monetaria única, pero las compras se coordinarán con los bancos nacionales. Es muy importante saber cuál es la posición al respecto del Banco de España, y qué tipo de coordinación tiene con el gobierno de España al respecto.

En cuanto al riesgo de los títulos que se compran, las pérdidas hipotéticas que puedan dar se comparten en un 20% (12% del total, que son compras a instituciones europeas; y un 8% que asume el BCE), el resto se supone que recae en cada uno de los bancos centrales de cada país, esto es, en cada país. Los títulos tienen que tener calidad crediticia, pero se consideran también, aunque con restricciones, los de países que están en programas de ajuste (Grecia, aunque no se menciona explícitamente), por lo que se ve que hay voluntad de salvar la situación de cualquier país miembro. El volumen de compras se hará siguiendo el peso de cada país en el Eurosistema, y la ponderación en el capital del BCE. Pero como la cantidad de 60.000 millones de euros mensuales es muy elevada, hay para cubrir cualquier demanda. Por otra parte, parece difícil que se acepte en la práctica que va a haber pérdidas significativas en las carteras de los bancos centrales, ya que al controlar el mercado y la liquidez de los títulos, buenos o malos, pueden crear valor sobre los mismos, como ha ido haciendo la Reserva Federal.

- Las operaciones de liquidez a la banca, dentro del llamado target longer-term refinancing operations (TLTROs) tendrán un tipo de interés igual al de las operaciones de refinanciación del Eurosistema, en el momento en que se hagan esas operaciones. Esto supone quitar 10 puntos básicos que tenían de más sobre las operaciones de refinanciación, y flexibiliza y facilita la gestión de la liquidez a las entidades financieras. Recordemos que estas operaciones TLTRO se tienen que realizar todavía entre marzo de 2015 y junio de 2016. El objetivo es el de fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia el crédito.

El análisis económico que subyace a estas medidas de política monetaria, es el siguiente:

- Se ve como algo importante que las tendencias deflacionistas de la Eurozona más los precios bajos de la energía y las materias primas, tengan un efecto no deseado para establecer los precios de salarios y precios en mercados de bienes y servicios. Esto tendría un efecto no deseado sobre los precios a medio plazo. En este sentido, el Banco piensa en los efectos negativos clásicos de la deflación para el establecimiento de una relación de intercambio de equilibrio en los mercados de salarios, bienes y servicios, al igual que –en sentido contrario- lo tiene la inflación.

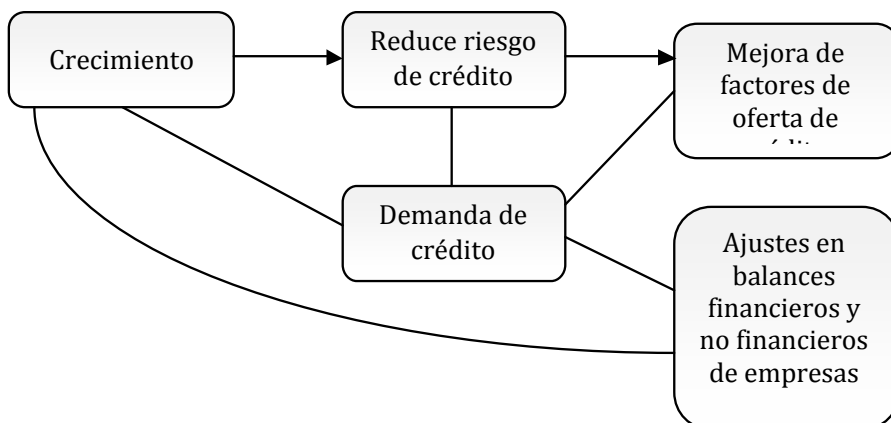
Las medidas adoptadas hasta ahora por el Banco han afectado a los precios (por ejemplo de la deuda pública y otros activos como las cédulas, y en general al mercado financiero), pero no ha tenido un efecto material sobre la economía real. La medida se toma porque ya no se puede ir más allá con la política sólo de tipos de interés.

- La oferta monetaria, M3 crece a tasa anual en noviembre de 2014 del 3,1% (este concepto es una base amplia que recoge dinero y otros activos líquidos); la restringida M1 crece a un 6,9%. Aunque se mantienen a niveles bajos, entienden que el crecimiento es aceptable. De todas formas, no sabemos a qué flujos financieros obedecen estos crecimientos, pues pueden ser contrapartidas monetarias de operaciones, por ejemplo de compras y fusiones, que inflan el agregado monetario pero no son reflejo de actividad económica real ni de aumento de precios.
- El objetivo es mejorar las condiciones de crédito para familias y empresas y fortalecer la demanda. Los préstamos a entidades financieras en la zona del euro caen en tasa anual un -1,3% en noviembre de 2014, y aunque con tendencia a mejorar, están en negativo. Los flujos de nuevo crédito son positivos, pero el stock está en negativo. Hay disparidades entre países, que empiezan a reducirse.
- El Esquema 1 puede ser ilustrativo de la situación en que estamos: el crecimiento económico se da antes de que se perciba una reducción el riesgo de crédito y de que los factores de oferta de crédito mejoren; y también antes de que se produzcan ajustes significativos en los balances de entidades financieras y no financieras, que les lleven a oferta y demandar crédito, respectivamente. Por la percepción que tienen de consultas a entidades bancarias, ven que los bancos comparten que lo que representa este esquema es correcto y explica la situación actual. En nuestro esquema, la demanda de crédito tendría vectores conectados con estas cuatro fuerzas.

- La economía de la Eurozona la ven con graves problemas de desempleo, de utilización de la capacidad productiva, y ajustes en los balances públicos y privados en lo que se refiere a deuda. Por otra parte, entienden que el momento es bueno, con depreciación del euro, y bajos precios del petróleo y materias primas, que puede ayudar a aumentar la demanda de consumo y a mejorar los beneficios de las empresas.

El problema de fondo es que aumente la productividad, y el crecimiento sea sostenible en la zona euro, con rentas más altas, empresas que inviertan, y una política fiscal que, por una parte, ayude a la productividad y el crecimiento, y por otra que busque el equilibrio y la estabilidad. La composición de la política fiscal debe, pues, orientarse hacia el crecimiento.

ESQUEMA 1.



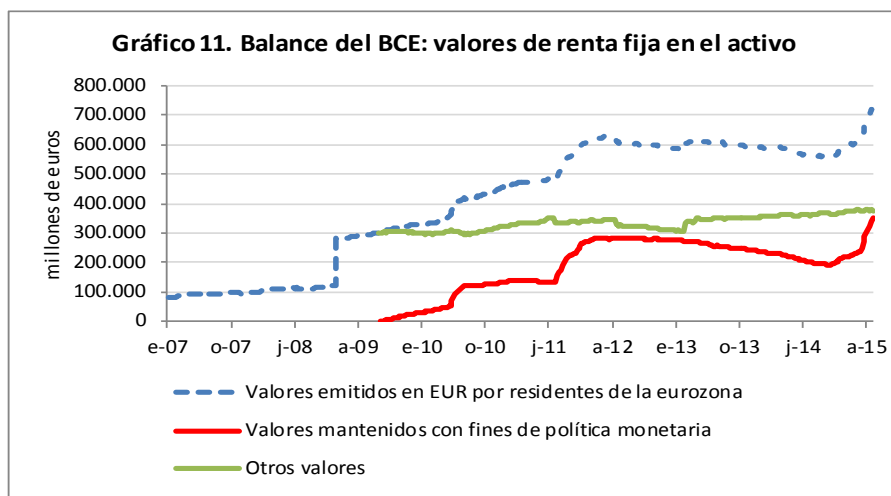
Fuente: Elaboración propia.

Entendemos que no hay contradicción entre la posición del BCE y la de Alemania, que a veces parecen antagónicas. El BCE tiene razón en favorecer todo lo que pueda las condiciones financieras para impulsar la economía real; pero sin una voluntad de aumentar la productividad y mejoras institucionales en los países para que la economía real funcione mejor, esas medidas financieras sólo pueden llevar a una burbuja en los mercados de bonos y acciones. Alemania teme, con razón, que los gobiernos nacionales se relajen con las medidas del BCE, al no tener la preocupación de su deuda pública, y descuiden esas mejoras.

Lo que en el Gráfico 11 figura es la parte del activo del balance del BCE de valores de renta fija; la parte principal del balance son los préstamos al sistema financiero de la eurozona. Mientras que estos préstamos, como hemos mencionado

antes, han disminuido desde 2012, la cartera de renta fija ha permanecido estable. Tras la puesta en marcha del programa de QE el BCE compra deuda pública y privada, lo que lleva al aumento de estas partidas que vemos en el gráfico.

GRÁFICO 11
BALANCE DEL BCE VALORES DE RENTA FIJA EN EL ACTIVO



La línea discontinua representa el conjunto valores de renta fija comprados, mientras que las otras dos, que el Banco publica desde julio de 2009, permiten distinguir los valores mantenidos con fines de política monetaria del resto. El salto que se produce a finales de 2008 responde a un cambio metodológico.

Los valores comprados por el Banco se multiplican por 2,6 desde comienzos de 2009, pasando de 300 mil a más de 700 mil millones en la actualidad. El incremento reciente que se observa en los valores mantenidos con fines de política monetaria se debe, principalmente, a las adquisiciones llevadas a cabo bajo el programa de compras de deuda pública ("Public Sector Purchase Programme": PSPP), iniciadas a principios de marzo de 2015 y que suman en la actualidad 73.000 millones de euros. Además de estos activos, esa partida incluye los saldos en valores de otros programas ya finalizados ("Securities Market Programme", finalizado en septiembre de 2012, por importe de 138.000 millones, y dos programas de compra de cédulas, que suman 37.000 millones), y las que se llevan a cabo en el marco del tercer programa de cédulas (CBPP3) y el de bonos de titulización (ABSPP), anunciados por el Banco en septiembre de 2014. Los volúmenes adquiridos de estos últimos ascienden a 70.000 en cédulas y 5.500 millones en bonos de titulización.

ANEXO: EJEMPLO DE VOLATILIDAD EN LOS PRECIOS DE LA DEUDA PÚBLICA.

En el siguiente cuadro aparece un bono emitido por el Tesoro español en octubre de 2013, a la par, con un cupón anual de 5,15% y vencimiento 31 años.

La caída de los tipos de interés de la deuda que ha tenido lugar desde entonces, hace que el bono cotice en mínimos a mediados de marzo, con un precio de 177,34, esto es, una TIR de 1,83%. Esta última sería la rentabilidad que obtendría un inversor que compra el bono ese día si lo mantiene hasta vencimiento.

La subida de los tipos de la deuda en los últimos días lleva el precio del bono a 155,75, lo cual equivale a una TIR de 2,56%.

Un inversor que comprara el bono en máximos (el pasado 12 de marzo) y lo vendiera al precio actual (de 5 de mayo) habría obtenido una pérdida superior al 12%, en poco más de mes y medio.

OBLIGACIONES TESORO PÚBLICO-5,150 10/2044		
Fecha de emisión		Octubre de 2013
Precio de emisión		100,00
Cupón (anual)		5,15%
Fecha de vencimiento		31/10/2044
Fecha	Precio	Rentabilidad a vencimiento
12 de marzo de 2015	177,34	1,83%
5 de mayo de 2015	155,75	2,56%
Rentabilidad de la inversión desde máximos (12/03/15) hasta fecha actual		-12,17%

Fuente: Elaboración propia.



UNIÓN BANCARIA, FISCAL Y POLÍTICA COMO ELEMENTOS DE SALIDA PARA LA CRISIS

Pablo Zalba Bidegain*

1. INTRODUCCIÓN

Como dijo Miguel de Cervantes: “el que tropieza y no cae adelante camino”. Esto es lo que ha hecho la Unión Europea vadeando la crisis.

Pero todavía queda mucho camino por recorrer. Podríamos decir que la Unión Europea está viviendo su adolescencia y que ante los retos que afronta, tanto a corto como a largo plazo, tiene la oportunidad de demostrar que está preparada para pasar a su edad adulta.

El principal propósito de la Unión Europea y de España es impulsar la solidez de las finanzas públicas, la competitividad, el crecimiento y el empleo, para lo que es necesario lograr una auténtica unión económica y monetaria. Esto es conseguir crear una unión fiscal y finalmente política. De hecho, así lo estamos haciendo.

Tal y como se recogía en los informes de los distintos consejos europeos celebrados a lo largo de 2012 y en el informe Thyssen del Parlamento Europeo, los cuatro pilares en los que se está asentando nuestra unión económica y monetaria son:

- Un marco financiero integrado.
- Un marco presupuestario integrado.
- Un marco integrado de política económica.
- Legitimidad democrática y rendición de cuentas.

Para que las bases de estos cuatro pilares queden bien ancladas, es necesaria una gran implicación del banco central europeo (BCE).

Éste debe poner fin a las diferencias de las condiciones de acceso al crédito que tienen las empresas europeas, inaceptables en un mercado interior como el que tenemos y que afectan especialmente a las pequeñas y medianas empresas (pymes). Una solución muy útil sería la posibilidad de aceptar las carteras de créditos bancarios como garantía.

(*) Vicepresidente Primero de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Parlamento Europeo.

Por otro lado, urge poner coto a las altas cifras de desempleo, especialmente el juvenil, para lo que el pacto para el crecimiento y la iniciativa de empleo juvenil tienen un rol fundamental que jugar.

Esta iniciativa está dotada de 6.000 millones de euros que podrán desembolsarse durante los dos primeros años del marco financiero plurianual destinados a aquellas regiones con una tasa de paro juvenil superior al 25%; España recibirá más de 1.800 millones.

A su vez, la iniciativa complementa la garantía juvenil cuyo objetivo es mejorar la formación y educación de nuestros jóvenes menores de 25 años, evitando que pasen más de 4 meses en el paro. Ambas medidas persiguen lograr un verdadero mercado de trabajo europeo.

Centrándonos en la parte económica que desencadenó la crisis, después seis años, Europa sigue estando en una situación precaria, aunque no tan mala si la comparamos con la situación fiscal de Estados Unidos y Japón.

A pesar de estar viendo los primeros signos de recuperación, ésta aún es débil. En los últimos meses hemos avanzado mucho en el establecimiento de unas sólidas bases sobre las que asentar nuestra unión económica y monetaria.

Cabe recordar, que hace más de un año los mercados, e incluso parte de la sociedad, tenían serias dudas sobre la posible desintegración del euro. Un año después, esas dudas se han disipado. Pero, las diferencias dentro de la zona euro siguen siendo enormes.

El análisis de la crisis de la zona euro ha generado una descripción bastante completa sobre sus causas y los mecanismos implicados. Además, se ha puesto de manifiesto que un estornudo puede resfriar a toda la zona euro.

Por ello es necesaria una integración más profunda para permitir el funcionamiento adecuado de la Unión Económica y Monetaria (UEM), es decir, más y mejor Europa.

Konrad Adenauer, uno de los padres de Europa, luchó, porque además de vivir bajo el mismo cielo, tengamos un mismo horizonte y éste es la unión económica y monetaria. Por ahora, contamos con una unión monetaria, pero la económica le sigue a la zaga, lo que ha causado los desajustes que no nos han permitido enfrentarnos a la crisis con la contundencia necesaria.

A Europa le ha faltado el momento, como Alexander Hamilton lo encontró en 1790 y convirtió a los estados unidos en:

- una unión económica,
- creó un tesoro,
- la responsabilidad de las deudas de los estados,
- presupuesto y
- unión económica y monetaria.

2. LOS CUATRO PILARES DE LA UEM

2.1. Marco financiero integrado.

En cuanto al primer pilar de la UEM, la integración del marco financiero, una plena unión bancaria requiere una normativa única para las entidades financieras europeas que aporte transparencia a la gobernanza corporativa, a los productos y a los mercados.

La directiva y el reglamento sobre requisitos de capital, ya en vigor, es un gran paso en este sentido.

La Unión Bancaria supone un gran paso hacia una integración y una supervisión mucho más profunda del sistema financiero europeo con el objetivo de:

1. Evitar futuras crisis (y que si estas se producen no sean los contribuyentes quienes paguen la factura)
2. Restablecer la confianza en el sistema financiero
3. Proteger a los ahorradores.

En diciembre de 2012 se aprobó el diseño de la supervisión única y se prevé su entrada en vigor para octubre de 2014. El Mecanismo Único de Supervisión estará encargado de la supervisión bancaria de los bancos de la zona euro y de los Estados miembros que quieran adherirse, convirtiéndose el BCE en el supervisor único, siendo la francesa Daniele Nouy la presidenta de este. Una vez en funcionamiento, se permitirá la recapitalización directa de los bancos mediante el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

El pasado 15 de abril, en la última sesión plenaria de la legislatura, se aprobaron las tres últimas piezas que quedaban pendientes para cerrar toda la estructura de la Unión Bancaria: dos de ellas sobre el mecanismo de resolución de entidades con problemas y otra que establece el sistema de fondos de garantía de depósitos.

Por su parte, el Mecanismo Único de Resolución (MUR) está compuesto de una junta única de resolución formada por miembros permanentes, así como la Comisión Europea, el Consejo, el BCE y las autoridades nacionales de resolución, y un fondo único financiado por la industria que alcanzaría un nivel objetivo de al menos el 1% de los depósitos cubiertos en un período de 8 años, gracias al cual se evitará que los contribuyentes afronten los costes de futuras crisis bancarias.

La Unión Bancaria se trata de un paso fundamental para poner fin a la fragmentación del mercado financiero, que hoy dificulta la financiación de las pymes, pues una vez en vigor, la economía real se podrá financiar en igualdad de condiciones en toda la zona euro, teóricamente. Así las pymes se financiarán en función de su situación y no de su localización.

2.2. Marco presupuestario integrado.

En lo que respecta al marco presupuestario integrado, se han adoptado los famosos *six-pack* y *two-pack* para reforzarlo y corregir los desequilibrios macroeconómicos, pero aún se puede avanzar más, aunque en algunos puntos habría que modificar igualmente los tratados, por lo que son objetivos a más medio plazo.

Así, podría establecerse un derecho europeo de revisión de los presupuestos nacionales en caso de desviación, reforzar el mede para que pueda obtener financiación mediante la emisión de obligaciones en euro y, por último, permitir la emisión de deuda conjunta, que es un elemento esencial de una unión presupuestaria integrada para garantizar la sostenibilidad de la deuda y que podría hacerse de forma escalonada.

2.3. Marco integrado de política económica.

El marco integrado de política económica exige una coordinación eficaz y vinculante a nivel europeo y una competencia sana entre sistemas nacionales. Por ahora se ha establecido el Semestre Europeo que tiene como objetivo apoyar a los estados miembros mediante un análisis pormenorizado de la Comisión Europea de los programas de sus reformas económicas y estructurales, ofreciéndoles sus recomendaciones para los 12-18 meses siguientes. La encuesta anual de crecimiento marca las pautas para el Semestre Europeo enfocadas en la coordinación de la política económica, asegurando que los Estados miembros alineen sus políticas presupuestarias y económicas con la estrategia Europa 2020 y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La Dimensión Social de la unión económica tiene seguir desarrollándose, por ejemplo, mediante la mutualización de deuda y el seguro de desempleo. La mutualización parcial del seguro de desempleo sería un instrumento a nivel europeo que

se podría implementar a corto plazo y que ayudaría a hacer frente al desempleo, además de crear mayor estabilidad e integración económica.

Este instrumento crea un canal automático de pagos según la situación económica en la que se encuentre cada estado miembro. Los que están en auge ayudan a aquellos que están en crisis, permitiendo sincronizar los ciclos económicos de la unión monetaria, lo cual implicaría una mayor efectividad y simplicidad de las políticas monetarias.

2.4. Legitimidad democrática y rendición de cuentas.

Por último, la legitimidad democrática y la rendición de cuentas, donde los parlamentos nacionales y el parlamento europeo tienen un papel protagonistas como representantes de la ciudadanía, de sus intereses, derechos y obligaciones.

Ejemplos históricos muestran que la responsabilidad democrática es fundamental para implementar con éxito las reformas estructurales. A este respecto, una mejora de la dimensión democrática es necesaria en el nuevo marco de gobernanza económica europeo.

Se duda de si la democracia ha sido socavada por las reformas de la gobernanza económica arguyendo que la eficiencia en la toma de decisiones ha ganado protagonismo en detrimento de la responsabilidad democrática. La importancia de la responsabilidad democrática en la coordinación de la política económica no puede ser subestimada, y menos en tiempo de crisis.

Una profunda coordinación y vigilancia de la política económica y fiscal sólo puede resultar efectiva con la implicación de los representantes electos por los ciudadanos europeos a nivel nacional y europeo, para lo que se requiere una mayor interacción entre las instituciones europeas, los gobiernos nacionales y los parlamentos de la llevada a cabo hasta ahora.

Desde los últimos años, el Parlamento Europeo juega un papel clave y reforzado como colegislador. No solo en la reforma del pacto de estabilidad con el *six-pack* y el *two-pack*, sino también con la adopción de todas las directivas y reglamentos destinados a regular mejor los servicios financieros y prevenir futuras crisis que ya hemos visto. Además, ha utilizado sus competencias para controlar; escuchando y preguntando a los principales poderes de toma de decisión de la unión.

Resulta de gran importancia analizar profundamente la dimensión democrática de la crisis de la Eurozona, ya que el aumento de críticas contra el despotismo de Bruselas ha ido acompañado de una escalada de debates públicos desencadenados por la crisis en toda la unión. Desde mi punto de vista, esta crítica no tiene en

cuenta los intensos debates que la crisis de la zona euro ha generado y que han contribuido a democratizar la toma de decisiones a nivel europeo.

Siguiendo la afirmación de Jacques Delors, la cooperación entre los estados es el eslabón perdido en la unión económica y monetaria y es mediante esta cooperación, y no por imposición, que debemos mejorar la eficacia y la legitimidad de la coordinación de las políticas sociales y económicas nacionales, así como profundizar en un área monetaria única competitiva y sin fragmentaciones.

La crisis ha estimulado el discernimiento acerca de la mejor manera de unir a los diputados nacionales y europeos en el debate. Sin embargo, para los ciudadanos Europa resulta algo lejano, técnico y burocrático, incluso parece que la controlan los mercados y unas élites lejanas a las personas que gobiernan dada la complejidad en la toma de decisiones que pasa tanto por los estados miembros como por las instituciones europeas, lo que supone un obstáculo para acercarlas a los ciudadanos.

Durante las elecciones europeas que finalizaron el pasado 25 de mayo hemos tratado de mostrar todo el trabajo que en estos momentos duros estamos llevando a cabo desde la Unión Europea y demostrar que los frutos sólo los obtendremos mediante el ejercicio de la democracia, intentando involucrar a los ciudadanos en este proyecto europeo que compartimos.

3. REINDUSTRIALIZACIÓN, INTERNACIONALIZACIÓN Y MERCADO INTERIOR

Existen tres pilares que acompañan al económico que no debemos descuidar y en los que se está trabajando para reforzar. Estos tres pilares son:

- La reindustrialización
- La internacionalización
- El mercado interior.

3.1. Reindustrialización.

En cuanto a la reindustrialización, ésta significa competitividad y creación de empleo, pues de un puesto de trabajo creado en este sector se generan 2, 3, 4 ó más empleos en los demás sectores. Asimismo, quiere decir innovación, pues para mantener un alto grado de competitividad la innovación es fundamental.

3.2. Internacionalización.

Sin un marco comercial y de inversiones estable que genere seguridad jurídica la reindustrialización es imposible y viviríamos de espaldas a un mundo

interdependiente e internacionalizado. Por ello, existen ya diversos acuerdos que son sinónimos de oportunidades como son el de libre comercio con Corea del Sur y el de asociación con América Central.

Pero esta red se sigue extendiendo, por ejemplo, se están preparando las negociaciones con China para un acuerdo de inversiones que espera las dupliquemos en ambos bloques, sin olvidar las negociaciones en curso con Estados Unidos para crear un acuerdo de asociación atlántico que sentará las bases del comercio del siglo XXI, el llamado Acuerdo Transatlántico de Comercio e Inversiones (TTIP en sus siglas en inglés).

La Comisión Europea estima que este acuerdo beneficie a la UE en 119.000 millones de euros anuales, siendo más optimista la OCDE que prevé un aumento del producto interior bruto europeo del 3,5% y del estadounidense del 3%. Asimismo, generará empleo a ambos lados del Atlántico, dinamizando la actividad económica. Entre los sectores más beneficiados el automovilístico, el energético, incluidas renovables, y el químico.

El claro ejemplo de los valores dinamizador y de desarrollo del comercio y de estos acuerdos lo constituye España. En nuestro país estamos empezando a ver las primeras cifras positivas en gran parte gracias a que las reformas emprendidas por el gobierno han dinamizado nuestro comercio logrando por primera vez en muchos años una balanza comercial positiva.

Las exportaciones han aumentado un 8,3%, situándose el patrón exportador en la tecnología media y media-alta como son los bienes de equipo, el automóvil y los productos químicos.

3.3. Mercado interior.

En cuanto al mercado común; sin fortaleza interna y si no trabajamos de manera conjunta los beneficios de las dos anteriores prioridades se reducen y se deriva hacia una fragmentación de la Unión, por lo que perdemos competitividad.

Para evitarlo, el buque insignia es el mercado único digital, que nos permitirá anteponernos a muchos de los obstáculos que ahora tiene nuestro mercado único y todo gracias a las tecnologías de la información y la comunicación. Su objetivo es generar nuevas oportunidades fomentando las opciones de negocio mediante el comercio electrónico para poder desarrollarlo en todo el mercado interior europeo, para lo que se están eliminando las barreras nacionales y las comerciales entre Estados miembros. Esta política permitirá relanzar la economía europea, hacerla más competitiva y facilitar la internacionalización, especialmente de las pequeñas y medianas empresas (PYMES).

Junto a estos pilares, de manera horizontal tenemos que cuidar especialmente a los emprendedores y a las pymes. Un emprendedor es la tecnología punta humana con que contamos los europeos. Sin ellos, sin sus ideas, sin sus ganas de innovar y de aprovechar al máximo las oportunidades que se les brindan, todo lo anterior no sirve para nada.

La unión trabaja para dinamizarlas y un ejemplo es el programa Erasmus para emprendedores por el que se otorga a un emprendedor la posibilidad de tener experiencias en otras partes de Europa para enriquecer sus ideas.

En lo que respecta a las pymes, éstas son el verdadero motor de la unión, pues toda gran empresa empezó siendo pequeña. Para llegar a grande debe aprovecharse de los tres pilares y, para sacarle el máximo beneficio, tenemos que lograr cuanto antes una verdadera unión económica y monetaria donde los mercados financieros no estén fragmentados. Recordemos que si cada una de las 23 millones de pymes europeas creara un puesto de trabajo, terminaríamos con el problema del desempleo.

Pero no conseguiremos nada sin la implicación de todos, si no conseguimos acercar Europa a sus ciudadanos y que los ciudadanos se acerquen a Europa, pues no conseguiremos ninguno de los objetivos propuestos. Tras esa aparente lejanía estamos con las puertas abiertas para que todo ciudadano nos haga llegar sus preocupaciones y pueda conocer toda esta maquinaria.

SERVICIOS FINANCIEROS Y REGULACIÓN FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA

Gumersindo Ruiz Bravo de Mansilla*

1. INTRODUCCIÓN

El 15 de abril de 2014, justo antes de su disolución ante la convocatoria de elecciones, el Parlamento Europeo aprobó un conjunto de normas relacionadas con el sector financiero y la inversión financiera. Las siete normas se relacionan a continuación:

- Resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución Bancaria.
- Marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión.
- “Markets in Financial Instruments II” (MiFID II), en relación a la distribución de productos financieros a clientes minoristas.
- Documentos sobre datos fundamentales que deben proporcionar los productos de inversión a los clientes.
- Sistemas de garantías de depósitos en bancos.
- Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS V).
- Cuentas de pago básicas a disposición de los ciudadanos de la Unión Europea.

En este trabajo no vamos a entrar en la resolución y rescate de entidades de crédito, que quedó bien definido en el ordenamiento español en la Ley 9/2012 y disposiciones posteriores relacionadas con la misma, y nos centraremos en los servicios financieros.

(*) Catedrático de Política Económica. Universidad de Málaga.

2. MIFID Y UCITS

Desde 2007 se ha trabajado en el ámbito internacional sobre los nuevos centros de contratación y la competencia entre los mercados; estos planteamientos en torno a la operativa en los mercados, se recoge en las normas MiFID, o Directiva sobre inversiones financieras y mercados. La cuestión fundamental era el abaratamiento de la operatoria, principalmente para la renta variable, y para ello desaparecía la concentración de órdenes en el mercado regulado, y se creaban centros de negociación para competir entre sí. Este planteamiento se extiende a productos de inversión en renta fija y estructurados.

El otro ámbito de interés son las normas UCITS (“Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities”), que se refieren a las actividades de las propias instituciones y sociedades de inversión colectiva. Algunas de estas cuestiones no son nuevas, pues tanto sobre el funcionamiento de los mercados (MiFID) como de las instituciones de inversión colectiva a través de las cuales se canaliza el ahorro (UCITS), se ha regulado por parte del Ministerio de Economía, desarrollándose la normativa por la CNMV.

Una de las cuestiones que parece ahora como novedad en la legislación comunitaria son las precauciones sobre la remuneración e incentivos de las gestoras, y cómo pueden llevarlas a asumir riesgos inadecuados en perjuicio de los inversores. Para evitar el sesgo hacia el corto plazo la retribución variable se pagará en diferido (al menos 3 años), y la “European Securities and Markets Authority” (ESMA) indicará a quién ha de aplicarse esta política de remuneración dentro de la gestora. Hay, además, otras cuestiones de interés que afectan a los inversores minoristas, de entre las que destacamos la del pago por el asesoramiento de inversiones. Las MiFID prohíben las retrocesiones por parte de los fondos a los asesores, que deben ser remunerados directamente por los clientes; de esta forma se busca contrarrestar la tendencia a recomendar productos de los que se obtiene una mayor retribución. Sin embargo, en España la distribución está fuertemente concentrada en entidades financieras, que se declaran no independientes y ofrecen carteras de productos que pueden ser amplias, aunque cerradas, con lo que sí pueden cobrar retrocesiones de las gestoras de fondos.

Estas cuestiones técnicas, pero también básicas de funcionamiento, que se han intentado precisar por la ESMA, no han conseguido acuerdo, por lo que a finales de 2015 se anuncia que se pospone la fecha de implantación efectiva de la normativa en lo que se refiere a los desarrollos técnicos que incorporaba ESMA.

Quizás el vínculo societario que existe en la práctica en España entre gestión, distribución y depositaría, no ha sido el mejor modelo desde una perspectiva UCITS.

En la normativa aprobada se establecen salvaguardas sobre la independencia del depositario y su responsabilidad sobre los activos que custodia; pero los problemas de esta índole han tenido su origen más bien en Estados Unidos que en Europa. Últimamente hemos visto cómo las entidades de crédito han ido cediendo su negocio de depositaria a depositarios que pueden considerarse independientes, y han vendido sus gestoras de fondos, aunque conservan el vínculo en la distribución. Estas decisiones se toman también por los costes de capital asociados a funciones de depositaria, y por riesgos operativos.

Asimismo, los estados miembros tendrán que legislar sobre las consecuencias de falta de cumplimiento organizativo, de gestión y otros requisitos, por las que se imponen unas penalizaciones elevadas por incumplimiento.

En cuanto a la claridad que se pretende dar a la información a pequeños inversores, en España nos encontramos con la paradoja de que se han cuestionado judicialmente contratos que formalmente estaban bien documentados y cumplían con los criterios de identificación de la idoneidad de producto para el cliente. La cuestión clave es la discrepancia entre la documentación y el contrato, y la información verbal que puede recibir el cliente por parte de un empleado de la entidad financiera.

Sobre este particular solo cabe seguir destacando en la información al cliente los aspectos clave de riesgo de crédito, de interés, y de liquidez del producto, y establecer unos estándares de venta muy rigurosos, con pruebas permanentes sobre la capacidad de comprensión del producto por parte del vendedor, y un sistema general de buena práctica en la venta del mismo.

No vemos novedades significativas que supongan un cambio drástico en cuanto a la información a proporcionar, en lo que se define como vicios del documento informativo, que sea engañoso, inexacto, o incoherente con otra parte de la documentación vinculante. Sí la hay en cuanto a los productos de inversión que se consideran, pues se incluyen los seguros financieros. En efecto, sólo se exceptúan los seguros de no vida, así como los seguros de vida e invalidez simples, que tienen prestaciones solo en esas circunstancias.

Se exceptúan también las pensiones de jubilación. En cuanto a los depósitos, quedan excluidos, pero siempre que no sean estructurados.

Un aspecto significativo de las UCITS es la libertad que da a cualquier institución de inversión colectiva con pasaporte europeo para operar en cualquier país de la UE. Esto ha llevado a una fuerte competencia y a la progresión de los fondos internacionales en el mercado europeo y español.

Especial atención merece la legislación dentro de las MiFID que trata de evitar la excesiva volatilidad en las transacciones en los mercados, en particular lo que se conoce como negociación de elevada frecuencia, en la que se cruzan miles de operaciones en fracciones de tiempo. Las casas que realicen más de 75.000 operaciones diarias pueden ser clasificadas como de elevada frecuencia y soportar una regulación rigurosa por parte de la UE. Para dar confianza en el sistema de negociación se trata de hacer más transparente el mercado de bonos, e introducir límites para las operaciones de derivados de materias primas, a los que se ha acusado de introducir volatilidad en los precios de los alimentos. Esta legislación se esperaba que fuera efectiva en 2016, pero a finales de 2015 todavía existen dudas de la capacidad técnica para implantarla.

Los algoritmos que se empleen para dar órdenes automáticas de compraventa al mercado estarán sujetos a pruebas para evitar que los precios de los títulos negociados se muevan en fracciones muy pequeñas, lo que podría dar lugar a una manipulación del mercado con muchas órdenes de compra y venta casi simultáneas; asimismo se requiere que los mercados den liquidez al menos unas horas al día.

Ya avanzado 2014, en el mes de octubre, el proceso de compraventa de activos se acorta, pasando de tres a dos días para que una operación esté completamente liquidada. Tiene como finalidad principal reducir el riesgo de contrapartida, de que una de las partes que participa en la operación la incumpla; por tanto, se reducen también las necesidades de liquidez a mantener para formalizar la operación. Esta armonización de la operatoria es un paso más en la armonización del mercado financiero en Europa, en este caso para el mercado de valores.

Como un resumen de la situación actual, puede decirse que ESMA ya ha elaborado la forma en que se ha de dar cumplimiento a las directivas europeas sobre los mercados de instrumentos financieros, la regulación sobre abuso de mercado, y sobre los depositarios de títulos. Sin embargo, pese a la precisión de los estándares técnicos, no se considera por parte de los países que sea el momento de implantarla con todas sus implicaciones; aunque sí hay coincidencia en que supondrá mercados más eficientes, transparentes y seguros, los costes de ponerlo en funcionamiento, cuestiones operativas, y aspectos relacionados con el cobro de servicios hacen que se demore su aplicación. Seguidamente sintetizamos y valoramos el alcance de esta normativa.

a) MiFID II, para aumentar la transparencia del mercado, la eficiencia y la seguridad. Hasta ahora se aplicaba sólo al mercado de acciones, pero la mayoría de los productos que no son acciones entran ya en este régimen regulatorio más severo, así como en la orientación de que operen en plataformas de negociación

reguladas, más que en operaciones dos a dos. Concretamente, se establecen los siguientes requisitos.

1. Pruebas para determinar si una empresa no financiera lleva a cabo actividades especulativas de dimensión suficiente para incluirla en las normas MiFID; sería, por ejemplo, el caso de una empresa de alimentación que se cubre de la volatilidad del precio de materias primas más de lo que resulta necesario para su actividad productiva corriente, y realiza por tanto en parte una actividad especulativa en los mercados de derivados.
2. Rangos para los límites de posición de derivados en materias primas considerando todo el espacio de la Unión Europea.
3. Normas sobre la negociación de alta frecuencia, imponiendo unos requisitos organizativos estrictos a las empresas que negocian.
4. Regulación del acceso no discriminatorio a las centrales de contrapartida, centros de negociación, y referencias que se establecen para aumentar la competencia.
5. Obligación a los centros de negociación de ofrecer datos desagregados sobre una base comercial razonable.

En cuanto a los requisitos de transparencia se establece lo siguiente.

1. Se extiende el régimen de transparencia antes y después de la transacción a instrumentos de acciones, bonos, derivados, productos de financiación estructurada y derechos de emisión.
2. Se establece la liquidez de los instrumentos que no son acciones.
3. Una obligación de negociación para acciones y ciertos derivados, de manera que se negocien sólo en plataformas reguladas y, en el caso de las acciones, de forma sistemática y no de manera bilateral.
4. Un mecanismo para reducir las operaciones no transparentes, limitando su volumen.
5. Requisitos formales de información para derivados sobre materias primas.

Y en relación a la protección del inversor, se exigen mejoras en el detalle de cómo se llevan a cabo las operaciones, esto es, el régimen de ejecución.

Estaba previsto que entrara en funcionamiento en 2017, pero se puede retrasar por las dificultades técnicas y de consenso sobre algunas cuestiones, a las que nos hemos referido. Sin embargo, la Comisión insiste en que el retraso

sólo se justificaría por motivos de los sistemas de tecnología de información. Otra cuestión importante es la relación que se establece entre cobro de comisiones por asesoramiento, y su justificación y evaluación en forma de gastos efectivos en investigación que deben llevar a cabo quien presta este servicio. El retraso de las MiFID permite a las entidades ordenar la investigación interna de mercados y productos, y definir cómo se utiliza para el asesoramiento; o bien, en algún caso, cómo subcontratan esta investigación, bien con la matriz, con externos, o ambos.

b) Regulación contra el abuso en el mercado, de manera que aumente la integridad del mercado y la protección al inversor. Contiene prohibiciones sobre información privilegiada, manipulación del mercado, y exigencia de procedimientos para evitarlos. Se quiere que entre en vigor en 2016.

Se divide en los siguientes puntos.

1. Las condiciones bajo las cuales los programas de recompra de títulos y medidas de estabilización de los títulos no se consideran abuso del mercado.
2. Los requisitos para los participantes en el mercado y para las autoridades que supervisen sus prácticas.
3. Requisitos específicos para detectar órdenes y operaciones sospechosas.
4. Requisitos específicos para controlar el uso de la información privilegiada.
5. Acuerdos específicos sobre cómo presentar las recomendaciones de inversión, o sugiriendo una estrategia de inversión.

c) Regulación de depositaría de títulos, buscando armonizar su funcionamiento en el espacio europeo. Se trata tanto de la autorización como de la supervisión de las mismas dentro de la UE. Se ocupa de la manera en que están organizados, sus códigos de conducta, seguridad y eficiencia, así como procedimientos para evitar caídas y fallos en la ejecución de las órdenes. Entró en vigor en 2014.

Tienen que cumplir requisitos como los siguientes.

1. Cooperación con autoridades.
2. Trabajar con otros países.
3. Disponer de herramientas de control de riesgos, registros de operaciones, política de ejecución de operaciones, y medidas de reconciliación.
4. Una política de no discriminación de acceso a emisores y compradores, ni con otras plataformas.

5. Requisitos sobre cómo se formalizan internamente las operaciones, para que puedan inspeccionarse adecuadamente.

3. LAS NUEVAS CUENTAS DE PAGO

Con la cuenta bancaria simple, se establece el derecho de cualquier residente de la UE a abrir una cuenta bancaria básica, independientemente de la nacionalidad o lugar de residencia, y al mismo tiempo se regula la obligación de las entidades financieras de crear dichas cuentas en las condiciones que se indican. Esta obligación ya existe en algunos países como Canadá, donde a cualquier banco se le exige que abra cuentas sin un mínimo, para todos los residentes que lo soliciten, sin consideración de su situación crediticia o laboral. Estas normas existen en otros países como Estados Unidos.

La cuenta debe ser transparente y comparable en cuanto a las comisiones y tipos de interés asociados a la misma. Se crearán niveles independientes de comparación en cada Estado miembro, y seguramente en España la iniciativa corresponderá al Banco de España.

Estas cuentas sirven para pagar con tarjeta de débito y otros medios, domiciliar recibos y pagos, transferir y retirar dinero. No hay limitación de comisiones, y queda a la discreción de cada Estado decidir si estas cuentas pueden tener descubiertos. Hay que tener en cuenta que si efectivamente es una cuenta simple, abierta a cualquier residente de la UE (por ejemplo, a un estudiante) cuanto más simple sea mejor, y no hace falta considerar el descubierto, aunque no se excluye.

La principal consecuencia que vemos de este movimiento en el ámbito europeo, es la obligación que se impone a la entidad financiera de transferir toda la información necesaria para el funcionamiento de la cuenta (principalmente ingresos de la misma, por ejemplo nóminas y pagos domiciliados), en caso de que el cliente solicite el cambio de cuenta a otra entidad. Hasta ahora estos cambios eran un motivo disuasorio que favorecía la fidelidad del cliente a una entidad, pero si se facilita y automatiza este cambio, y de hecho se hace obligatorio para las entidades, puede generar una competencia significativa.

Entrando en el detalle de la Resolución de 15 de abril de 2014, los aspectos que se regulan son:

- La comparación de las comisiones conexas a las cuentas de pago.
- El traslado de estas cuentas y las obligaciones de la entidad que remite la cuenta y la información que contiene, y la que lo recibe.

- El acceso a cuentas de pago básicas.

Las consideraciones hacen referencia a establecer normas uniformes sobre la prestación de servicios de pago y la información que debe proporcionarse, la reducción de cargas administrativas, y costes.

Entienden que la reducida movilidad de los consumidores minoristas de servicios financieros se debe en parte a la falta de transparencia y dificultades de comparación de las comisiones y servicios que se ofrecen, así como a los obstáculos para trasladar la cuenta de pago. Esta cuestión se aborda en el ámbito transfronterizo, no sólo nacional. Y se extiende a nuevas formas de medios de pago en relación a la cuenta.

Las principales características de las cuentas son:

Es para individuos, no empresas.

La obligación que se establece de que haya uniformidad en la presentación.

Hay el propósito de determinar qué servicios son más utilizados por los consumidores; por ejemplo en algunos países el cheque se utiliza de forma habitual, y en otros no.

En el documento informativo sobre las comisiones de la cuenta, no deben figurar otros productos y la posibilidad de reducir las comisiones de la cuenta al contratarlos; deben ser, además, comisiones reducidas. La información sobre la cuenta y sus movimientos debe proporcionarse de manera gratuita.

Especialmente, deben ser muy claros los intereses generados y las comisiones cargadas.

Se permite la utilización de marcas comerciales en relación a las cuentas, aunque debe destacarse el carácter de las mismas, según se regula.

La norma contempla con detalles cuestiones como las siguientes:

- Disponibilidad de sitios web para comparar ofertas (debe ser fiable, imparcial, y transparente), gestionados por autoridades públicas.
- Separación de la cuenta de otras ofertas de productos vinculados a la misma.
- Informar explícitamente de que no es obligatorio adquirir servicios adicionales.
- Posibilidad real de abrir una cuenta en cualquier estado miembro, apro-

vechando el mismo nivel de protección de los depósitos. Reducción de la carga administrativa de prestadores de servicios de pago internacionales (en el ámbito europeo).

- Considerar personas en situación provisional de residencia, como los estudiantes.
- Facilidades para cambiar de cuenta dentro de la entidad y entre entidades.
- Envío automatizado entre proveedores de la información sobre operaciones vinculadas a la cuenta, ingresos y pagos.
- Garantías de que el cambio no ocasionará trastornos ni perjuicios al cliente.
- Los Estados miembros deben garantizar el acceso a cuentas de pago básicas con independencia de las circunstancias financieras del consumidor, su situación laboral, nivel de renta, historial crediticio, o insolvencia.
- Posibilidad de ofrecer descubiertos en esas cuentas, pero no es una obligación de la entidad.
- Incluir ingresos como nóminas, transferencias, pago de facturas, impuestos, adeudos periódicos o no por compras, y tarjetas de pago.
- Seguimiento estadístico por parte de las autoridades nacionales y del ámbito europeo para ver el resultado de esta iniciativa.

En el “articulado” se detallan los principios que aparecen en las “consideraciones” y hemos enunciado de manera resumida. En el Capítulo I, se definen en el Artículo 2 los conceptos y terminología que aparecen en la norma, y en particular, que el prestador de servicios de pago debe transmitir la información necesaria para proceder correctamente al traslado de las cuentas; y el receptor debe ser capaz con esta información de seguir prestando el servicio de ingresos y pagos requerido.

En este Artículo 2 se especifica el soporte en que debe almacenarse la información, que ha de ser duradero, descargable y almacenable. La cuenta que se traslada puede cerrarse o permanecer abierta. Todo ello buscando la efectividad real de los movimientos de los clientes entre entidades.

La comparación de las comisiones aplicables a las cuentas de pago aparece en el Capítulo II. Ha de basarse en un conjunto de servicios homogéneos, que serán los más comúnmente demandados. Se dan doce meses para esa homogeneización y veinticuatro para la trasposición por los países miembros.

La Autoridad Bancaria Europea elaborará normas técnicas de regulación sobre las cuentas, y una terminología normalizada.

El documento informativo de las comisiones aparece en el punto 2 del Artículo 4: será un documento breve e independiente; de clara presentación y estructura, y fácil lectura; sin que pierda claridad si se imprime en blanco y negro; preciso, sin inducir a error sobre las cantidades; tendrá como nombre: "Documento informativo de las comisiones", y un símbolo común diferenciador. Será publicitado y fácilmente accesible.

Entendemos que en su momento esta facilidad de movilización de cuentas va a permitir a la competencia, activas campañas de captación masiva de cuentas simples, dado que el prestador de servicios de pago va a recibir una información significativa del transmisor, al que se le habrá o no cancelado la cuenta.

En el Artículo 10 del Capítulo III se especifica cómo será el "Servicio de traslado de cuenta". Cuando la entidad receptora presente al cliente un documento para autorizar el traslado, en el mismo podrá identificar las transferencias entrantes, órdenes permanentes de transferencias de créditos y órdenes de domiciliación de adeudos a los que deba aplicarse el traslado, las órdenes permanentes de transferencia y adeudos domiciliados. Se dan dos días para solicitar la transmisión por parte del receptor, y dispone de unos seis para poner el sistema en funcionamiento. La información debe recoger al menos movimientos de trece meses.

Cuando reciba la información la entidad responsable ahora de la cuenta, tiene cinco días para hacer lo siguiente (Artículo 10.5):

- a. Establecer órdenes permanentes de transferencia y ejecutarlas.b. Preparar los adeudos domiciliarios.
- c. Proporcionar información a los clientes sobre sus derechos en relación a los adeudos, si procede.
- d y e. Transmitir y comunicar a los ordenantes y beneficiarios especificados en la autorización los datos de la cuenta.

La idea es que la prestación del servicio de pago no se vea interrumpida durante el proceso de traslado.

En el Artículo 17 se vuelven a especificar las "Características de una cuenta de pago básica", que en síntesis son:

- a. Abrir, utilizar y cerrar una cuenta de pago
- b. Depositar fondos
- c. Retirarlos bien por ventanilla o en cajeros

Realizar operaciones de adeudo domiciliado, pagos con tarjeta y en línea, y transferencias permanentes o no.

El régimen de “Sanciones” está en el Capítulo VI, tras el V, en que se habla de las “Autoridades competentes y resolución alternativa de litigios”. Las sanciones entran dentro de las medidas para garantizar la ejecución de esta iniciativa, buscando la eficacia, proporcionalidad, y que sean disuasorios.

En el Capítulo VII sobre “Disposiciones finales” se da un plazo máximo de 24 meses para la trasposición de esta normativa por el Estados miembros, con un calendario de trabajo. Pero consideramos que es una cuestión de negocio y marca y, por tanto, seguramente habrá alguna iniciativa en el mercado por parte de las entidades de crédito minoristas, en torno a este asunto.

4. LA NORMATIVA SOBRE PRODUCTOS DE INVERSIÓN

En los documentos aprobados el 15 de abril 2014 por el Parlamento Europeo sobre datos fundamentales relativos a los productos de inversión, se utiliza la terminología de “Productos pre empaquetados de inversión minorista y basados en seguros”, en adelante PPIMS. Las siglas en inglés son PRIIP, o “Packaged Retail and Insurance-based Instrument Products”. Hay tres tipos de productos principales: los fondos de inversión; los depósitos con algún tipo de estructuración; los seguros financieros, que por exclusión, se definen como todo lo que no es un seguro de vida puro. Recordemos que los seguros financieros son principalmente productos financieros con un pequeño componente de seguro de vida, de manera que el capital que se recupera es algo mayor en caso de fallecimiento que de sobrevivencia. No cabe confusión con los productos asegurados, que son los que tienen algún tipo de garantía sobre la rentabilidad y el principal de la operación, generalmente otorgada por la propia entidad que distribuye el producto.

Se distingue entre productos que contienen combinaciones de activos, frente a la adquisición directa por parte de los inversores de esos activos. Esto tiene sentido, pues como dice la Consideración (6): “Estos productos median entre el inversor y los mercados a través de un proceso de ‘pre empaquetado’ o combinación de varios activos, que tienen por objeto crear exposiciones diferentes, dar a los productos características diferentes o lograr estructuras de costes diferentes en comparación con una tenencia directa”. Se reconoce que esto es bueno para el inversor, al que resulta difícil el acceso directo a los activos que forman una cartera; pero también resulta más difícil de valorar lo que está comprando en el paquete que se le ofrece.

Por otra parte, se hace referencia a los fabricantes del producto, distribuidores o vendedores, y/o asesores que los recomiendan. La legislación comunitaria trata de crear unas reglas de funcionamiento del mercado, que homogenicen la presentación de los productos, para así facilitar la comparación entre los mismos y la competencia.

Afecta al ámbito de la banca, seguros, valores y fondos, en cuanto a originar depósitos, seguros financieros, títulos y fondos de inversión; y en cuanto a distribución, también a las sociedades de gestión, de inversión, y cualquier servicio de asesoramiento.

Según recoge la Consideración 30, para la aplicación práctica del Reglamento se da un plazo de dos años (hasta el 14 de abril de 2016); sin embargo, entendemos que lo que aquí se recoge va a servir de inmediato como referencia de buenas prácticas y va a ser exigible por la CNMV.

Como cuestiones básicas se consideran (Consideración 11):

- La posibilidad o no de perder capital, que debe especificarse de manera notoria.
- Los costes del producto, a reflejar de forma nítida.
- Su perfil de riesgo, siguiendo unos patrones de definición de riesgo fácilmente identificables.
- Cómo se proporciona la información relevante sobre la rentabilidad

Sin embargo no se menciona explícitamente la liquidez, que en nuestra opinión resulta fundamental cuando los inversores toman la decisión de salir del producto en un momento inadecuado e incurrir en pérdidas.

El activo subyacente es relevante, y habrá que considerar (Consideración 12 bis):

- Si son subyacentes en los que no invierten habitualmente los inversores minoristas.
- La utilización de mecanismos diferentes para el cálculo del beneficio final de la inversión. Puede haber supuestos diferentes según escenarios de comportamiento del subyacente y las correlaciones probables entre los mismos; pero en principio entendemos que el cálculo del beneficio final debería ser único.
- La liquidación de la inversión, cuando hay un tipo de interés inicial fijo y otro variable posterior, que puede confundir al inversor.

Hay una referencia en la Consideración 15 a los fondos de emprendimiento europeos, con una declaración a favor de estos productos de inversión social. En línea con la necesidad de disponer de fórmulas para financiar la inversión productiva, está la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades inversión colectiva de tipo cerrado.

La Sección II de la normativa trata de la “Forma y contenido del documento de datos fundamentales” para entregar al inversor. Este documento se considera información precontractual y debe proporcionar información imparcial, clara y no engañosa. Es compatible con otros documentos vinculantes como el contrato que se firma entre el vendedor y el cliente, con los documentos en los que se ofrece el producto y con las condiciones de emisión del mismo. Sin embargo, el documento informativo no debe contener referencias al material de promoción comercial.

En el Artículo 6.3 y siguientes se explica cómo debe redactarse el documento, que será breve (tres caras de papel A4), conciso y fomentando la comparación. El lenguaje deberá ser claro, sucinto y comprensible. La utilización de colores en la presentación no debería suponer una comunicación más comprensible que si se hace en blanco y negro, para evitar que destaquen gráficos o mensajes. La marca o logotipo del fabricante del producto no debería suponer una distracción. La traducción, en su caso, debe ser fiel.

El Artículo 8.2 exige una declaración explicativa en el que se le dice al cliente que lo que se le entrega no es un material de promoción comercial, y que se hace por exigencia legal y para ayudar a comprender lo que compra:

- Su naturaleza
- Sus riesgos
- Sus costes
- Sus beneficios
- Sus pérdidas potenciales
- Y como ayuda para compararlo con otros productos

De nuevo indicar que llama la atención que no se mencione explícitamente el riesgo de liquidez.

También en el Artículo 8 figura la inclusión de una sección titulada: “¿En qué consiste este producto?”, donde figura el tipo de producto (fondo, seguro, depósito), si los objetivos de la inversión se consiguen con una inversión directa

o indirecta al subyacente, una descripción de los mismos, y la forma en que se calculan los beneficios. También el tipo de inversor al que se pretende destinar el PPIMS, su capacidad para soportar la pérdida, y su horizonte de inversión. En el caso del seguro, las circunstancias en que se devengarían. Y en cualquier producto, el plazo del PPIMS.

Esto requiere particular atención en el caso de los seguros financieros cuyos folletos actuales son especialmente confusos, y en los que habría que ir a las cantidades netas que resultan como retribución, que es lo que interesa al cliente, más que al concepto de interés técnico.

En la sección titulada “Qué riesgos corro y qué beneficios puedo obtener”, se exige un indicador sintético de riesgo, con una explicación del mismo, sus limitaciones, y riesgos que no quedan recogidos por el indicador. Y, además:

- La máxima pérdida posible del capital, incluyendo la capacidad de pérdida del inversor, y si hay pasivos contingentes además del capital invertido, en forma de obligaciones o compromisos adicionales.
- Si el PPIMS incluye garantía de capital, como es la cobertura y cuáles son sus limitaciones.
- Las hipótesis sobre las que se basan los escenarios de rentabilidad.

Una sección se dedica al sobre riesgo de contrapartida, especificando si hay o no un régimen de garantía (depósitos), u otro tipo de garantías o coberturas.

En línea con la claridad en las comisiones, se exige un indicador sintético de los costes en términos monetarios y de porcentajes, para garantizar la comparación, y ver los efectos acumulativos que estos costes agregados ejercen en la rentabilidad de la inversión.

En la sección titulada “¿Por cuánto tiempo debo mantener la inversión, y puedo retirar dinero antes de tiempo?”, se hace hincapié en la necesidad de indicar el plazo de mantenimiento exigido y recomendado; las condiciones de la desinversión antes del vencimiento; y las consecuencias de la misma en forma de pérdida y cargos. Quizás sea esta la forma de poner de relieve los riesgos de iliquidez, pero lo encontramos insuficiente, puesto que no aborda la cuestión del riesgo de mercado de manera explícita.

El Artículo 9 se refiere a la promoción comercial, y destaca que la información debería aparecer en el sitio web del fabricante. Este es un aspecto en el que necesitamos una mejora considerable, sobre todo en lo que se refiere a productos de seguros financieros y planes de pensiones. De hecho, el Capítulo II

bis se dedica a la Asociación Europea de Seguros, y su papel en relación a los seguros financieros. No hay una resolución clara, más allá de la especificidad de estos productos y su complejidad relativa. Como decimos, en el caso de España hay una diferencia significativa entre el mayor rigor del Banco de España respecto a los productos de entidades financieras y de la CNMV respecto a fondos, y el menor de la DGS respecto a todo lo que se refiere a seguros, de vida y financieros, cuya comercialización es muy deficiente.

En el Artículo 11 sobre responsabilidad civil respecto al PPIM, se menciona el engaño, la inexactitud o la incoherencia, pero no se aborda la cuestión principal, que es la fuente de conflicto que hay en España, entre el contrato y la información escrita facilitada y la presunta información oral contradictoria con la anterior.

El soporte de la información del PPIM deber ser en papel o a través de un sitio web con posibilidad de descarga y almacenaje del documento de información; pero recibirla en papel es siempre un derecho.

El Capítulo IV trata de las sanciones administrativas y otras medidas. Hay que decir que ya contamos con un severo régimen sancionador por parte de la CNMV, pero aquí se establece un régimen mínimo para Europa, sin perjuicio de las facultades que tiene cada uno de los países.

En este marco comunitario se establece que las autoridades de cada país deberán al menos poder prohibir la comercialización de un PPIMS, suspenderlo, o realizar una advertencia pública sobre una infracción. También podrán prohibir que se facilite un documento informativo que juzguen incorrecto.

Las sanciones para sociedades tienen una cuantía mínima de 5.000.000 de euros o hasta el 3% del volumen de negocio total de la sociedad, o hasta el doble de los beneficios obtenidos por la infracción. Y para personas físicas, de hasta 700.000 euros, o hasta el doble del importe de los beneficios obtenidos gracias a la infracción.

El Artículo 21 bis, 1 bis desarrolla los mecanismos de control por parte de los Estados miembros, que incluye:

- Procedimientos específicos de recepción de denuncias.
- Protección adecuada de empleados que denuncien infracciones en las empresas para las que trabajan.
- Protección de la identidad tanto de las personas que denuncian infracciones como de los presuntamente responsables, durante el procedimiento.

Es interesante el apartado 2 de este Artículo 21, en el que se sugiere que los Estados miembros puedan exigir que las empresas dispongan de procedimientos para que los empleados denuncien infracciones internas por un cauce específico, independiente y autónomo.

Se dará publicidad oficial a las sanciones impuestas, firmes, a sociedades y personas, teniendo siempre en cuenta los efectos negativos de dicha publicidad, en determinadas circunstancias, para los mercados financieros; y teniendo en cuenta la proporcionalidad del daño causado en relación con la publicación.

A modo de síntesis y como conclusión podemos decir lo siguiente:

- La normativa aprobada difícilmente va a suponer un cambio sustancial en la forma en que se originan y comercializan los llamados PPIMS, y tampoco proporciona una cobertura efectiva sobre reclamaciones de clientes por información contradictoria entre lo que figura en la documentación escrita y lo que supuestamente se le comunica.
- De hecho, lo más importante de lo que aquí se contiene ya se viene aplicando en lo que se refiere a depósitos y fondos de inversión
- Sin embargo, al incluirse los seguros financieros, cuya comercialización actual tiene deficiencias, y sobre los que la DGS ejerce un control y supervisión pobre, se abre una nueva línea de mayor rigor sobre los mismos.
- Lo que, en nuestra opinión, puede tener un impacto más significativo en el negocio, es que al tender a una regulación homogénea en el ámbito europeo, se facilita la competencia sólo con adaptarse a las líneas de esta regulación. Si unimos esta regulación a las MiFID y las UCITS, y la fuerte competencia en este negocio, las entidades tendrán que diseñar una estrategia teniendo en cuenta la evolución del mercado y el papel que juega la regulación.

5. ALGUNAS CUESTIONES PARA CONSIDERAR EN EL FUTURO PRÓXIMO

El papel del BCE está siendo muy relevante en proporcionar estabilidad financiera, en forma de liquidez y crédito, al área del Euro, pero aún no ha abordado, como supervisor de la Unión Bancaria, la parte del negocio bancario de distribución de productos financieros. El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) ha puesto todo el énfasis hasta ahora en la supervisión prudencial de valoración y provisión de activos, y requisitos de capital, pero el próximo movimiento ha de ser sin duda la supervisión de la conducta financiera, y dentro de ella los productos financieros.

El actual sistema de supervisión en la UE, aunque responsabilidad del BCE, cuenta con la colaboración del European Systemic Risk Board (ESRB), que se ocupa de los flujos de fondos y los mercados; la European Banking Authority (EBA), para las entidades de crédito; la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), para los seguros y pensiones; y la European Securities and Market Authority (ESMA), que se responsabiliza del funcionamiento del mercado de títulos. Estas entidades coinciden con el ámbito del BCE, y en el caso de la ESMA y EIOPA podrían fusionarse.

Tras las elecciones al Parlamento Europeo, se ha puesto de relieve la presencia de partidos políticos, opuestos o no a la UE, pero muy críticos respecto al sector financiero. Si esto se debe a actitudes que buscan reafirmar a sus electores con medidas populistas, está por ver; pero está fuera de toda duda que la legislación va a tener un sesgo hacia la protección a los consumidores, restrictiva para las actividades financieras, y, también, dentro de lo posible, orientada a la actividad productiva.

Lo que ocurre en el Parlamento se traslada a organismos como el Comité de Asuntos Económicos y Financieros (ECON), la mitad de cuyos miembros ha cambiado este año, lo que trae la incertidumbre de cuál será la nueva sensibilidad hacia las cuestiones que estamos tratando en este trabajo. En particular, los detalles de la implantación de la regulación que hemos descrito y analizado, hace necesario que el sector de los fondos trabaje con los que ahora tienen en sus manos las decisiones sobre la aplicación de la regulación.

Hay una línea especialmente relevante, que hasta ahora ha recibido escasa atención regulatoria, y es la búsqueda de sistemas de ahorro a largo plazo, principalmente para la jubilación, para inversiones minoristas que no tienen acceso al asesoramiento, y no encuentran —en las actuales condiciones de mercado— productos que no supongan una asunción de riesgos que la mayoría no pueden correr. Esta cuestión se extiende también a los accionistas y partícipes de fondos de riesgo, cuyos gestores toman sistemáticamente posiciones de corto plazo, cuando las necesidades de los inversores están en muchos casos en el largo.

Así pues, el reto inmediato no es ya sólo proteger al consumidor de productos inadecuados para su perfil inversor, sino una acción para apoyar a una parte de la población que se encuentra en disposición de ahorrar, pero sufre el doble efecto perverso de una fiscalidad depredadora, y una elevada relación entre el riesgo y rentabilidades.

