

*Subdirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la UE\**

## LA RESPUESTA EUROPEA A LA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA

El objeto de este artículo es analizar brevemente la respuesta europea a la crisis financiera, para lo cual analizaremos tanto las medidas «de emergencia» puestas en marcha en el mes de octubre pasado con objeto de contener la crisis y restablecer la normalidad en los mercados, como los trabajos que vienen desarrollándose desde el año 2007, en el marco de la llamada Hoja de Ruta.

**Palabras clave:** crisis financiera, crisis económica, economía internacional, sistema financiero internacional.

**Clasificación JEL:** F01.

### 1. Introducción

Las turbulencias financieras que se iniciaron en verano de 2007, como consecuencia de los problemas en el mercado de hipotecas *subprime* estadounidense, se intensificaron en los últimos meses de forma dramática. Tras la quiebra de Lehman Brothers el pasado septiembre, la crisis entró en una fase de mayor gravedad y dramatismo, obligando a las autoridades económicas de ambos lados del Atlántico a intervenir de forma urgente y poner en marcha medidas excepcionales. Instituciones financieras de gran envergadura se han visto obligadas a suspender pagos o han tenido que ser rescatadas, bien por las autoridades, bien por sus competidores del sector privado.

Al mismo tiempo, las tensiones en los mercados monetarios surgieron de nuevo, y con mayor virulencia, agravando las restricciones de liquidez y produciendo nuevos aumentos de los tipos de interés a plazo. Además, la volatilidad en un número de mercados financieros internacionales —especial-

mente los mercados bursátiles y de materias primas— aumentó de forma muy significativa. Estos graves acontecimientos no sólo han puesto en tela de juicio la viabilidad de la industria bancaria en su conjunto y, más concretamente, del modelo de banca «*originate – to – distribute*», hasta ahora dominante sino que amenazaban, incluso, con vaticinar el final del capitalismo.

En la Unión Europea, la crisis financiera ha provocado respuesta en muchos niveles, tanto de Gobiernos de los Estados miembros, como del Banco Central Europeo y la Comisión. Las medidas adoptadas y previstas persiguen restablecer la confianza de los mercados, proteger a los ahorradores, aliviar las tensiones de crédito, asegurar un flujo de financiación adecuado para empresas y familias, y mejorar las reglas que rigen el sistema financiero.

Este artículo se estructura de la siguiente forma:

- En el segundo apartado se analizan las medidas de urgencia adoptadas, ante el agravamiento de la crisis financiera, tanto para proteger los depósitos de los ahorradores como para aliviar las tensiones de liquidez y apoyar los balances de las ▷

\* Este artículo ha sido elaborado por Cristina Serrano Leal y Emma Navarro Aguilera, Técnicos Comerciales y Economistas del Estado.

entidades financieras con fondos públicos, de los Estados miembros.

- En el apartado tercero y cuarto se desarrollan las acciones llevadas a cabo por el Consejo Europeo en cuanto a estabilidad financiera y respuesta coordinada a la crisis económica.

- A continuación se describirán los trabajos de la Hoja de Ruta o *Road Map*, un ambicioso programa de trabajo acordado en otoño de 2007, y modificado posteriormente, en la medida en que lo exigían los acontecimientos. Incluye un amplio abanico de medidas con las que se persigue restablecer la confianza de los mercados financieros de la Unión Europea y mejorar su gobernanza, reforzando el marco de estabilidad y supervisión y garantizando un mejor funcionamiento de tales mercados.

- Por último, el apartado 6 refleja los principales resultados, a nivel europeo, de la reunión del G-20 de 15 de diciembre de 2008.

## 2. Medidas de urgencia ante el agravamiento de la crisis

Las convulsiones en las Bolsas y otros segmentos de los mercados financieros alcanzaron tal intensidad a principios de octubre que requirieron, en ambos extremos del Atlántico, la puesta en marcha de acciones de urgencia para evitar el pánico. En el caso europeo, las primeras medidas de urgencia fueron adoptadas por los Ministros de Economía de la UE en su reunión del 7 de septiembre, en un contexto no sólo de fuertes convulsiones bursátiles, sino también de cierta dificultad económica y complejidad política que conviene recordar. En primer lugar, el escenario económico continuó deteriorándose, lo que obligó al Fondo Monetario Internacional (FMI) a rebajar sus previsiones económicas para Estados Unidos y la zona euro<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> En su previsión, de octubre, pronosticaba la entrada en recesión de la economía española en 2009 (descenso del PIB de -0,2%) y el estancamiento de EEUU (que crecerá sólo el 0,1%) y la UE (con un 0,2%). Sin embargo, recientemente, las previsiones de la Comisión Europea y el Banco Mundial han sido aún más pesimistas.

Las tensiones financieras se agravaron en Europa a raíz de las convulsiones bursátiles desencadenadas por la quiebra de Lehman Brothers, y por las posteriores incertidumbres en cuanto a la aprobación del plan de rescate del Secretario del Tesoro Paulson por el Congreso estadounidense. Este panorama intensificó los problemas de algunas entidades financieras europeas y desencadenó una oleada de rescates a finales de septiembre, con las nacionalizaciones del grupo financiero belga-holandés Fortis (por Bélgica, Holanda y Luxemburgo) y del banco británico Bradford & Bingley (por el Reino Unido), así como, las ayudas públicas a otras entidades (el grupo franco-belga Dexia y el banco alemán Hypo Real Estate).

Por otro lado, Irlanda anunció a finales de septiembre una garantía ilimitada para la totalidad de los depósitos de las seis entidades más importantes del país durante dos años, decisión que obligó al Gobierno británico a aumentar la cobertura de la garantía de depósitos de sus bancos, para evitar una salida masiva de capitales hacia su vecino. Grecia seguiría posteriormente el ejemplo de Irlanda acordando una garantía ilimitada de todos sus depósitos.

En plena tormenta, y pocos días antes de la reunión del ECOFIN, se reúnen en París el 4 de octubre los líderes del llamado G4<sup>2</sup>, quienes acuerdan que no habrá un Plan de rescate bancario «europeo», al estilo del estadounidense, sino que los Gobiernos rescatarán en solitario, en caso necesario, a los bancos en problemas, aunque comprometiéndose a actuar de forma coordinada. No llega a prosperar, pues, la idea avanzada por Francia de crear un fondo común europeo de garantía bancaria de 300.000 millones de euros. Un día después, Alemania anunció unilateralmente que aseguraría ▷

<sup>2</sup> Se conoce como G4, el grupo de países europeos miembros del G7, es decir, Alemania, Francia, Reino Unido e Italia. En los últimos años, este grupo de países se reúne con cierta asiduidad, generalmente para preparar las reuniones del G7 pero también cuando lo exigen los acontecimientos. A la reunión de París asistieron también el presidente de la Comisión Europea, José Manuel Durão Barroso, el del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, y el del Eurogrupo, Jean-Claude Juncker.

totalmente los depósitos de sus bancos, lo que desató «una guerra de los depósitos», con anuncios similares por parte de otros Estados miembros y produjo un punto de inflexión en el tratamiento de la crisis, desencadenando una acción coordinada europea.

**2.1. Medidas acordadas por el ECOFIN del 7 de octubre: reacción inmediata a las turbulencias financieras**

Ante los acontecimientos descritos, resultaba muy importante que el ECOFIN rompiera con esa tendencia de políticas unilaterales de aumento de la protección de los depósitos, que no sólo resulta-

ban *políticas de empobrecimiento del vecino*, desestabilizadoras para el resto de los Estados miembros, sino que además planteaban graves distorsiones a un funcionamiento adecuado del mercado interior. Era preciso, pues, una actuación coordinada por parte de todos los Estados miembros, una respuesta conjunta que permitiese tranquilizar a los mercados y restaurar la normalidad.

Con este objetivo, los Ministros de Economía aprovecharon su reunión del 7 de octubre para abordar la situación de los mercados financieros. Aunque inicialmente estaba previsto destinar el grueso de dicha reunión a la preparación del Consejo Europeo del 15 y 16 de octubre, en el que se incluían puntos relacionados con los trabajos en ▷

Cuadro 1 CRONOLOGÍA DEL AGRAVAMIENTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS	
2008	
12 sep.....	El gigante Lehman Brothers se enfrenta a la quiebra.
13 sep.....	Las autoridades de EEUU tratan de buscar compradora Lehman. Barclays y América están interesados.
16 sep.....	La Reserva Federal rescata a la aseguradora AIG.
20 sep.....	Presentación del Plan Paulson de rescate a las entidades financieras por 700.000 millones de dólares.
27 sep.....	Reino Unido busca una salida para el banco con problemas Bradford & Bingley, que posteriormente, es nacionalizado.
29 sep.....	Fracasa Plan Paulson en el Congreso.
30 sep.....	Irlanda anuncia que garantizará el 100% de los depósitos.
30 sep.....	El banco franco-belga Dexia precisa ser rescatado por las autoridades públicas de Francia, Bélgica y Luxemburgo.
2 oct.....	EEUU vota a favor del plan de rescate.
3 oct.....	Reino Unido garantizará hasta 50.000 euros de depósitos.
4 oct.....	Cumbre del G-4 en París, no consigue acuerdo sobre Plan europeo.
5 oct.....	Angela Merkel promete garantizar el 100% de los depósitos.
Del 1 al 5 oct.....	Promesas de garantías de depósitos en Portugal, Grecia.
6 oct.....	El Gobierno alemán rescata al Banco Hipotecario Hypo Real Estate.
7 oct.....	Acción conjunta de los bancos centrales para bajar el tipo de interés, medio punto (BCE, reserva federal de EEUU, Bancos Centrales de Suiza, Suecia y Reino Unido).
7 oct.....	Consejo ECOFIN.
7 oct.....	El Gobierno español, tras el Consejo ECOFIN, anuncia medidas de apoyo: fondo de garantía de depósitos hasta 100.000 euros y fondo para empresas y bancos de 50.000 millones de euros.
8 oct.....	Reino Unido interviene el 8 de octubre con su Plan de rescate de bancos, valorado en 400.000 millones de libras.
9 oct.....	Caída de las bolsas generalizada. El Dow Jones sufre la mayor caída desde 1987, un 7,33% y el IBEX cae el viernes 10 un 9,14%, la mayor caída de su historia.
11 oct.....	El G-7 reunido en Washington plantea medidas excepcionales para reformar el sistema financiero internacional y ofrecer confianza a los mercados.
12 oct.....	Cumbre de los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro, adopta Plan europeo de medidas para restablecer la liquidez (garantías estatales a préstamos interbancarios) y la solvencia (intervención pública de compra de acciones y recapitalización de entidades financieras).
13 oct.....	El Gobierno español anuncia dos nuevas medidas para poner en práctica el acuerdo del Eurogrupo: se autorizan avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito por importe máximo de 100.000 millones de euros y se autoriza la adquisición por parte del Estado de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España.
15/16 oct.....	Consejo Europeo.

**Fuente: Elaboración propia.**

CUADRO 2  
CRÓNICA DE LAS CONVULSIONES EN LOS MERCADOS DE CRÉDITO

2007	
Junio	<b>Tensiones en el mercado estadounidense de hipotecas subprime...</b> Dos <i>hedge funds</i> gestionados por Bearn Stearns e invertidos en valores garantizados por hipotecas <i>subprime</i> sufren fuertes pérdidas y han tenido que poner en venta importes masivos de bonos para hacer frente a las peticiones de reposición de garantías.
10–12 julio	<b>Aumentan las dudas sobre las <i>subprime</i> y se producen rebajas masivas en las calificaciones de bonos <i>subprime</i> y otros títulos garantizados por hipotecas</b>
30 julio – 1 agosto	<b>El Banco alemán IKB entra en crisis, como consecuencia de las pérdidas procedentes de hipotecas subprime.</b> Su principal accionista asume sus obligaciones financieras y se organiza un fondo de rescate de 3.500 millones de euros
31 julio–9 agosto	<b>Se agudizan las tensiones en los mercados financieros, contagiándose a otros segmentos.</b> La oleada de ventas se extiende a otros mercados, crediticios y no crediticios, incluido el de productos estructurados. Desde finales de julio, las turbulencias afectan al crédito a corto plazo, especialmente a los mercados monetarios interbancarios.
9–10 agosto	<b>El BCE y la FED inyectan liquidez.</b> El BCE inyecta liquidez por valor de 95.000 millones de euros en préstamos a un día en el mercado interbancario. Esto marca el principio de una serie de medidas extraordinarias por los bancos centrales. La Reserva Federal celebra tres subastas extraordinarias de financiación a un día, una inyección total de 38.000 millones de dólares y emite un comunicado similar al del BCE.
13–17 septiembre	<b>Northern Rock entra en crisis...</b> Northern Rock, un prestamista hipotecario del Reino Unido, tiene problemas de liquidez, lo que provoca una retirada masiva de depósitos bancarios y el anuncio de un depósito de garantía por parte del Tesoro británico. Es la primera retirada masiva de depósitos en un banco británico en 140 años.
18 septiembre – 4 noviembre	<b>Los problemas se expanden por el sistema financiero...</b> Las principales instituciones financieras anuncian pérdidas contables por cancelación parcial de deudas y pérdidas trimestrales. Dimiten varios altos cargos en el transcurso de reorganizaciones de las cúpulas directivas de grandes instituciones financieras como Merrill Lynch y City Group. Continúan las rebajas masivas en las calificaciones crediticias de títulos ligados a las hipotecas <i>subprime</i> , especialmente en productos derivados estructurados.
19 diciembre - enero	<b>...afectando incluso a las aseguradoras <i>monoline</i></b> Tras el anuncio de pérdidas en el tercer trimestre por parte de las principales aseguradoras, comienzan las dudas sobre sus calificaciones crediticias. El 19 de diciembre, y sobre todo a lo largo de enero de 2008, se suceden rebajas en los <i>ratings</i> de las aseguradoras <i>monoline</i> .
2–4 enero	<b>Aumentan los temores de recesión en EEUU</b> La publicación de malos datos económicos en EEUU alimenta el temor a una recesión en dicho país y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial, lo que genera fuertes convulsiones en las Bolsas.
12 diciembre 14–31 enero 7–16 marzo 2 mayo	<b>Los Bancos Centrales siguen inyectando liquidez.</b> Los Bancos centrales de cinco áreas monetarias anuncian acciones coordinadas para facilitar la financiación durante el cambio de año a un mayor número de instituciones. El BCE, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Nacional Suizo realizan operaciones de financiación a largo plazo adicionales en dólares estadounidenses. La Fed prosigue con sus inyecciones de liquidez, a través de nuevas facilidades. Otros Bancos Centrales también anuncian subastas. El BCE, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza anuncian una ampliación adicional de sus medidas para ofrecer liquidez en dólares estadounidenses.
17 de febrero	El Gobierno británico anuncia la nacionalización provisional de Northern Rock.
14–17 marzo	Bearn Stearns entra en crisis La incapacidad para reinvertir fondos de repo conduce a Bear Stearns a una aguda crisis de liquidez. La entidad es posteriormente adquirida por JP Morgan en un acuerdo respaldado por un préstamo de la Fed por valor de 29.000 millones de dólares.
Julio 2008	Freddie Mac y Fannie Mae entran en crisis. Se intensifica la presión bursátil sobre las hipotecarias estadounidenses Freddie Mac y Fannie Mae. El Gobierno estadounidense anuncia un plan de rescate. Algunos bancos regionales estadounidenses entran en quiebra.
Finales julio 2008	El Instituto Internacional de finanzas anuncia que en el primer semestre del año el sistema financiero sufrió 476.000 millones de dólares (305.936 millones de euros) en pérdidas y realizó emisiones de nuevo capital por valor de 354.000 millones de dólares (227.524 millones de euros).
Finales de agosto 2008	Freddie Mac y Fannie Mae son rescatadas
8 de septiembre 2008	Crisis en City Group

Fuente: *Elaboración propia.*

materia de estabilidad y supervisión financiera, estos debates pasaron a un segundo plano y la elaboración de un texto titulado «Reacción inmediata de la Unión Europea a las turbulencias financieras» fue lo prioritario. Este texto, que se incorpora a las conclusiones de dicha reunión, incluirá una serie de medidas con las que se persigue calmar el pánico y restablecer la confianza y buen funcionamiento de los mercados financieros. Las medidas acordadas son las siguientes:

— *Apoyo a las instituciones financieras sistémicas.* Es decir, sólo se ayudará a las entidades que puedan suponer un riesgo para la estabilidad del sistema, dejándose a los Estados miembros la competencia de determinar cuándo estamos ante una institución financiera sistémica. Además, al utilizarse un término tan genérico como apoyo, se deja amplia flexibilidad a los Estados miembros para decidir qué tipo de medidas acordar a favor de estas entidades, admitiéndose actuaciones muy diversas, desde el simple asesoramiento hasta ayudas financieras.

— *Las intervenciones deben ser decididas a nivel nacional, pero en un marco coordinado.* Los ministros acuerdan coordinar estrechamente las acciones, y tener en cuenta los efectos transfronterizos que pudieran tener las decisiones adoptadas a escala nacional. Además, inciden en la necesidad de conseguir un acuerdo en el seno de la UE, con vistas a las negociaciones y debates que se están produciendo con diversas instituciones internacionales.

— *Principios comunes.* En aras a una mayor coordinación, los Ministros acuerdan unos principios comunes que deben guiar sus acciones: 1) las intervenciones deben decidirse rápidamente y tener carácter temporal; 2) deben tenerse en cuenta los intereses de los contribuyentes; 3) los accionistas deben soportar las consecuencias de la intervención; 4) los gobiernos deben tener los poderes necesarios para provocar un cambio en los gestores; 5) los gestores no deben obtener beneficios con las crisis, permitiendo a los Gobiernos que intervengan en la remuneración; 6) deben tenerse

en cuenta los legítimos intereses de los competidores, fundamentalmente a través del régimen de ayudas de Estado; 7) deben evitarse los efectos «desbordamiento» negativos.

— *Protección de los depósitos bancarios.* La negociación de este punto fue conflictiva, y el texto finalmente acordado adolece de cierta ambigüedad para acomodar posiciones muy diferentes de los Estados miembros. En primer lugar, los Ministros recuerdan que ciertos Estados miembros habían aumentado recientemente el nivel de cobertura de la garantía de depósitos, y acuerdan que todos los Estados miembros proporcionarían, durante un periodo inicial de al menos un año, una garantía de depósitos de los particulares por una cuantía de al menos 50.000 euros, aunque reconociendo explícitamente que muchos Estados miembros están dispuestos a aumentar la garantía mínima a 100.000 euros.

Ante el temor de las dificultades que podrían plantear las intervenciones sobre el mercado interior y su compatibilidad con el régimen de ayudas del Estado, el acuerdo recoge el compromiso de la Comisión de dar orientaciones al respecto, en un plazo breve, estableciendo un marco general que permita evaluar con rapidez si los sistemas de recapitalización y garantía y si los casos en los que son aplicados son compatibles. Tales orientaciones fueron publicadas por la Comisión el 13 de octubre y evaluadas en el Consejo ECOFIN de 2 de diciembre.

## **2.2. Reunión de los líderes de la zona euro: el plan de acción coordinado de respuesta a la crisis**

Pese a las medidas acordadas por el ECOFIN, las convulsiones bursátiles, lejos de remitir, siguieron siendo intensas, lo que desencadenó distintos llamamientos para una mayor coordinación de las respuestas a la crisis, especialmente en Europa. En el caso de esta última, con objeto de evitar el inicio de otra semana de graves perturbaciones, lo ▷

que hubiera sido demoledor tanto para el sistema financiero como para la economía, y de reforzar la coordinación y ofrecer respuesta conjunta a la crisis a nivel europeo y de la zona euro, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro celebraron una reunión de emergencia en París<sup>3</sup>, el domingo 12 de octubre. Fruto de esta reunión se adoptó un plan de acción coordinado de respuesta a la crisis, que posteriormente fue confirmado por el Consejo Europeo. El desarrollo y concreción de las medidas incluidas en este plan se dejaba en manos de los Estados miembros, encomendándose al ECOFIN, en cooperación con el BCE, que informase al Consejo Europeo sobre la aplicación de las medidas acordadas.

La estrategia acordada persigue asegurar la liquidez de las instituciones financieras y proporcionarles recursos adicionales de capital para asegurar un adecuado funcionamiento de la economía. Gira en torno a seis objetivos básicos: 1) asegurar condiciones de liquidez para las instituciones financieras; 2) facilitar financiación de los bancos, actualmente sometida a fuertes restricciones; 3) proporcionar capital adicional a las instituciones financieras, con objeto de asegurar una financiación adecuada de la economía; 4) permitir la recapitalización de los bancos en dificultades; 5) asegurar una aplicación adecuada y flexible de las normas contables, dadas las circunstancias excepcionales vigentes en los mercados; y 6) reforzar los mecanismos de cooperación entre los países europeos. Se trata de medidas en línea con las recomendaciones que el Fondo Monetario Internacional (FMI) estableció en su último Informe sobre Estabilidad Financiera Internacional, publicado en octubre de 2008.

Pasamos a analizar brevemente cuáles son estas medidas:

- *Financiación a entidades solventes para aliviar las restricciones de liquidez.* Se persigue evi-

<sup>3</sup> En el encuentro también participaron el presidente de la Comisión, José Manuel Durão Barroso, y el del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, y asistió como invitado el Primer ministro británico, Gordon Brown, quien explicó el paquete de medidas aprobado por su Gobierno para salvar el sistema bancario del país.

tar que las tensiones en los mercados paralicen la concesión de crédito al sector privado, con el consiguiente perjuicio para la economía real. Por ese motivo, los líderes de la zona euro muestran un apoyo inequívoco a las intervenciones que venían realizando para asegurar la liquidez distintas autoridades monetarias, incluyendo el Banco Central Europeo (BCE) y celebran ciertas decisiones del BCE relacionadas con el marco de la política monetaria del Eurosistema (proporcionar más financiación a largo plazo y mejorar el marco de garantías, entre otras).

- *Facilitar la financiación a medio plazo de las instituciones financieras;* para devolver la normalidad al funcionamiento del mercado interbancario y complementar la acción del BCE, los líderes de la UE se comprometen a adoptar las medidas necesarias de forma concertada y coherente, tratando de mejorar el funcionamiento de los mercados en los plazos de mayor madurez.

- *También se apoyan las iniciativas puestas en marcha por algunos Estados miembros (como España) para facilitar la financiación a medio plazo a las Entidades, a través de operaciones como la compra de activos de alta calidad o swaps de deuda pública.* No obstante, consideran necesario adoptar medidas adicionales, de carácter coordinado, y por ello acuerdan garantizar, asegurar o suscribir ellos mismos las emisiones de deuda de los bancos en el mercado interbancario, hasta un plazo de cinco años, antes del 31 de diciembre de 2009.

- *Lógicamente, se establecen algunas cautelas.* En primer lugar, para evitar las distorsiones a la competencia entre las entidades financieras y los posibles abusos a costa de las entidades no beneficiarias de las medidas, deben tener acceso a dichas garantías todas las entidades financieras que operen en todos los países de la Eurozona y las filiales de las entidades extranjeras con un volumen de operaciones sustancial deben tener acceso a dichas garantías, siempre y cuando satisfagan los criterios regulatorios de capital y otros criterios objetivos que puedan establecerse. Los Estados miembros también pueden imponer a los beneficiarios de las ▷

garantías, condiciones adicionales orientadas a asegurar que la medida se traduce en un apoyo adecuado a la economía real. Finalmente, se limita el esquema acordado cuantitativa y temporalmente, hasta el 31 de diciembre de 2009, y se le somete a la supervisión de las autoridades financieras. Dadas las circunstancias excepcionales existentes en los mercados financieros, se urge a los supervisores financieros nacionales a aplicar las normas prudenciales de forma estabilizadora, de conformidad con el espíritu de los Nuevos Acuerdos de Capital de Basilea II.

- *Permitir la recapitalización de los bancos en dificultades.* Los líderes de la zona euro vuelven a reiterar su compromiso de apoyar al sistema financiero, actuando en caso necesario para evitar la quiebra de las entidades financieras sistémicas (es decir, aquellas que puedan poner en peligro la estabilidad de todo el sistema). Para ello, acuerdan recurrir a las intervenciones adecuadas, proporcionando a las instituciones recursos adicionales de capital; los Estados miembros adquirirán acciones y otros instrumentos de capital, incluyendo, si así se requiere, la recapitalización de los Bancos. Las autoridades tendrán en cuenta los intereses de los contribuyentes y perseguirán asegurar que los actuales gestores y accionistas de las entidades soporten las debidas consecuencias de la intervención. Por ello, en caso de que un Gobierno decida la recapitalización de determinada institución, también se adoptará un plan de reestructuración adecuado.

- *Aplicación flexible de las normas contables, de acuerdo con las circunstancias excepcionales de los mercados.* Hay que tener en cuenta que las normas contables vigentes internacionalmente utilizan como criterio de valoración de los activos y pasivos financieros en los balances de los bancos el «valor razonable», determinado en la mayoría de los casos por el precio de mercado. Esto ha tenido importantes consecuencias en la actual crisis, y ha agravado la situación de muchas entidades financieras, al precipitar la depreciación de sus activos (*vid.* Cuadro 2). Por ello, la Comisión presentó en octubre una serie de propuestas para evitar los

problemas que están planteando las actuales normas de contabilidad de los bancos (y, especialmente, la valoración de activos ilíquidos, para los que no hay mercado). Los líderes de la zona euro acogen favorablemente estas iniciativas de la Comisión, como ya lo hicieron durante el ECOFIN del pasado día 7 de octubre, y urgen a las autoridades competentes a adoptar nuevas mejoras contables.

- *Reforzar la cooperación entre los países europeos.* Los ministros reconocen que las circunstancias vigentes en los mercados exigen un seguimiento constante e inmediato de los acontecimientos, imprescindible para una gestión eficaz de la crisis. Por ello, acuerdan poner en marcha los procedimientos y cauces que faciliten un intercambio de información rápida y eficaz entre las autoridades nacionales y comunitarias (Gobiernos, Presidente del Consejo Europeo, del BCE y del Eurogrupo). En este sentido, los Ministros aluden al establecimiento de mecanismo para mejorar la gestión de la crisis entre los países europeos, que esperan ponga en marcha el Consejo Europeo. En este punto está trabajando el Consejo ECOFIN a través de su propuesta de poner en marcha una «célula de crisis» que permita un conocimiento inmediato de los posibles problemas que surjan entre los Estados miembros y las instituciones europeas.

### **3. Las conclusiones del Consejo Europeo: la respuesta a la crisis financiera internacional**

Las principales conclusiones del Consejo Europeo de 15 y 16 de octubre de 2008, en lo que se refiere a la situación económica y financiera, destacan los siguientes elementos.

El Consejo constata la gravedad de la crisis financiera internacional y de sus consecuencias para el crecimiento y para las empresas europeas, y en concreto las pymes, enfrentadas a dificultades de financiación. La respuesta a la crisis deberá ser una respuesta firme, global y coordinada. Asimismo, el Consejo da la bienvenida a las medidas tomadas▷

por el Banco Central Europeo y asimismo reitera que se tomarán todas las medidas necesarias para garantizar la estabilidad del sistema financiero y asegurar la protección de los depósitos.

Se recuerda que las decisiones tomadas a nivel nacional deben tener en cuenta las consecuencias que las mismas pueden producir sobre el resto de Estados miembros, en el marco de principios comunes establecidos por el Consejo y se considera que las medidas de apoyo para los bancos afectados deben ser acompañadas por otras que permitan garantizar la protección de los contribuyentes, la responsabilidad de los directivos y accionistas, así como la protección de los intereses legítimos de otros agentes del mercado.

Por otra parte, la aplicación de las reglas europeas debe responder a la exigencia de una acción rápida y de una flexibilidad que refleje las circunstancias excepcionales que se atraviesan. El Consejo muestra su apoyo, en esta línea, a la puesta en práctica, por la Comisión, de normas relativas a la política de competencia, especialmente en el ámbito de las ayudas de Estado.

Como principio general, la UE considera que la necesidad de garantizar la confianza del sistema financiero y bancario, junto con la protección de los intereses de los depositantes e inversores, implicará principalmente la estricta aplicación de las recomendaciones relativas a la transparencia en cuanto a compromisos y riesgos, así como la necesidad de acelerar los trabajos sobre estabilidad financiera y supervisión y, en concreto, en lo relativo a la Directiva sobre exigencias en materia de fondos propios (que ha sido ya objeto de acuerdo político al ECOFIN de 2 de diciembre).

En este ámbito, el Consejo hace referencia a las siguientes medidas:

— En primer lugar, a la presentación, producida en el mes de noviembre, por parte de la Comisión, de una propuesta legislativa que refuerce el control y supervisión de las Agencias de calificación (*rating*), con el fin de lograr mayor transparencia y seguridad en las operaciones en los mercados derivados de crédito.

— En segundo lugar, se presentan reglas europeas sobre la seguridad de los depósitos con el fin de proteger a los ahorradores. En estos momentos se está discutiendo una nueva Directiva sobre el Fondo de Garantía de Depósitos.

— En tercer lugar, se insiste, particularmente, sobre la necesidad de tomar cuanto antes una decisión sobre las normas contables a aplicar a las instituciones financieras, con el fin de que sus balances, recojan de la forma más ponderada posible, el valor real de sus activos, decisión que fue tomada por la Comisión Europea poco después del Consejo Europeo.

Las conclusiones relativas a estabilidad y supervisión que hemos desarrollado, implican continuar con los trabajos ya iniciados por el Consejo ECOFIN de octubre de 2007, con la adopción de la Hoja de Ruta sobre estabilidad y supervisión, que fueron refrendados por el pasado Consejo Europeo de junio 2008. Asimismo la referencia a la supervisión financiera queda desarrollada en el informe del Consejo ECOFIN. Hay que tener en cuenta que existen sustanciales discrepancias entre los Estados miembros respecto al modelo de supervisión europea de grupos transfronterizos<sup>4</sup>, por este motivo en las conclusiones no se recoge, por el momento, ninguna mención más específica.

El Consejo también menciona en sus conclusiones el tema de la remuneración de los directivos, señalando que ésta (particularmente en el sector financiero) deben reflejar su contribución a la buena evolución de la empresa y que en ningún caso deben implicar una excesiva toma de riesgo (*stock options*) ni centrarse en la consecución de objetivos a corto plazo. En esta línea invita a los Estados miembros a que, antes de fin de año, le informen sobre las decisiones tomadas al respecto.

En cuanto a la economía real, se resalta la necesidad de continuar con reformas estructurales y de mantener la actividad económica garantizando un ▷

<sup>4</sup> Algunos Estados defienden que todas las competencias pasen al ente supervisor de la empresa matriz —*home supervisor*— mientras que otros defienden que ciertas competencias se mantengan en el de la filial —*host supervisor*—.

nivel de financiación suficiente. En este ámbito destaca la decisión del BEI de movilizar 30.000 millones de euros para las pymes. Asimismo, los Jefes de Estado y de Gobierno hacen referencia a la necesidad de mantener el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, teniendo en cuenta en su aplicación las circunstancias excepcionales que estamos atravesando. En términos generales, este punto de las conclusiones resalta la necesidad de continuar con las reformas estructurales (de la Agenda de Lisboa) y con el respeto al Pacto de Estabilidad, elementos clave de la respuesta europea a la crisis económica.

Respecto al sistema financiero internacional, el Consejo Europeo destaca la voluntad de la Unión Europea para proceder, en los foros pertinentes, a una reforma real y completa del sistema financiero internacional. La UE buscará una coordinación de los esfuerzos, con objeto de restablecer la confianza, sobre los principios de transparencia, solidez bancaria, responsabilidad e integridad. La Unión tomará rápidamente las iniciativas apropiadas en concertación con sus principales socios y las instituciones financieras internacionales. En aplicación de este punto de las conclusiones se ha producido una primera reunión del G-20 en Washington el pasado 15 de noviembre (como desarrolla el punto 6).

Por último, el Consejo toma nota del informe elaborado por la presidencia, en cooperación con la Comisión referido a la volatilidad de precios del petróleo e invita a la Comisión y al BEI a llevar a cabo las acciones necesarias de acuerdo con dicho informe.

#### **4. Respuesta europea coordinada a la crisis (Informe del Consejo ECOFIN al Consejo Europeo de octubre de 2008)**

Como diagnóstico común a la situación, los Ministros en Niza coincidieron el pasado 13 de septiembre en que la UE está sometida a varios *shocks* importantes. Puesto que los *shocks* son comunes en gran medida a todos los Estados miembros, se necesita una respuesta europea coordinada a nivel

de la UE, si bien teniendo en cuenta que existen especificidades nacionales.

El Consejo Europeo de octubre ha avalado también esta estrategia coordinada de la Unión que esta basada en dos grandes elementos: en primer lugar, en políticas macroeconómicas y estructurales que favorezcan un crecimiento sostenible y contribuyan a reducir la inflación, y, en segundo lugar, en medidas destinadas a restablecer la confianza en los mercados financieros y garantizar una financiación adecuada de la actividad económica.

Asimismo respecto a la Comunicación EMU @10 sobre los 10 años de la zona euro el Consejo ECOFIN de 7 de octubre hizo una referencia a la necesidad de continuar en la senda de la integración económica y monetaria, al cumplirse los 10 años de la instauración de la zona euro.

En concreto, el Informe del ECOFIN al Consejo Europeo señala los siguientes ámbitos de actuación:

1) Prudencia fiscal y respecto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el terreno presupuestario, se insta a la prudencia fiscal y al respeto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aunque se podrán dejar actuar los estabilizadores automáticos (aumento automático de los gastos sociales y descenso en los impuestos sobre la actividad económica, como consecuencia de la ralentización). En esta línea, si bien se descartaron, en principio, las actuaciones discrecionales de impulso económico a nivel europeo, en el marco del PEC revisado, aquellos países que tengan margen de maniobra, y que estén enfrentados a una mayor desaceleración podrán tomar medidas temporales y dirigidas (*targeted*), especialmente hacia los colectivos más afectados. Asimismo se deberán tener en cuenta la necesidad de responder a retos específicos, como la necesidad de recuperar la competitividad. Esta recomendación ha sido actualizada con la presentación el pasado 26 de noviembre de un Plan de Reformas Económicas frente a la crisis, por parte de la Comisión, que se evaluó en el Consejo Europeo de 11 y 12 de diciembre. ▷

En segundo lugar, se resalta la necesidad de reformas estructurales y las medidas orientadas a restablecer la competitividad y a apoyar el poder de compra de los ciudadanos, mediante el control de la inflación. En particular, se incide en la necesidad de que los Planes de Reforma a presentar este otoño incluyan reformas orientadas a intensificar la competencia en los mercados de productos y de servicios, y se citan especialmente los servicios minoristas, ámbito en que las reformas ayudarán a contener las presiones inflacionistas.

2) En el plano salarial, los salarios deben favorecer el empleo y la competitividad, evitando una espiral inflacionista precios-salarios.

3) Asimismo, la lucha contra la inflación no impide que los Estados miembros adopten medidas excepcionales para ayudar a las categorías de población más desfavorecidas y más seriamente afectadas por la subida de los precios de los alimentos y energía. Este principio queda también recogido en el informe al Consejo Europeo sobre la respuesta a la subida de los precios de la energía, si bien de forma genérica y excluyendo medidas de carácter fiscal que pudieran tener incidencia en los precios, en aplicación de los Acuerdos de Manchester del año 2005.

Otro punto destacado se refiere a la necesidad de restablecer la confianza en los mercados financieros (Estabilidad Financiera) y garantizar una financiación adecuada de la actividad económica, evitando un endurecimiento excesivo de las condiciones de crédito para las pymes. Para facilitar la financiación para las pymes, el grupo del BEI reforzará sus productos financieros dirigidos a las mismas, previendo movilizar para tal objetivo 30.000 millones de euros, la mitad en el período 2008-2009. Así, el BEI propone doblar el volumen de préstamos para las pymes en 2008/2009, con un aumento de 15.000 millones de euros, entre los que se incluirá la creación de una nueva línea de productos que permita el reparto de riesgos con los bancos. Por otro lado, los Ministros pidieron, en Niza, al BEI y a la Comisión la creación de un grupo de trabajo que analizase una respuesta coor-

dinada, con especial énfasis en la financiación de las infraestructuras y energía en la Unión.

5) Por último, en el frente externo, contribuir a un entorno más favorable, evitando la volatilidad excesiva del tipo de cambio. Con objeto de responder a la crisis, la UE debe seguir actuando en los foros internacionales de forma proactiva, especialmente en el Foro de Estabilidad Financiera y en el Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se debe dar mayor impulso político a la dimensión económica y financiera de las relaciones con Terceros, especialmente en las Cumbres bilaterales, y con algunas economías emergentes (China).

## 5. Los trabajos de la Hoja de Ruta

Desde el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007 se ha producido un intenso trabajo por parte de autoridades nacionales e instituciones internacionales con objeto de diagnosticar con precisión sus causas y su potencial evolución, y así poder poner en marcha las medidas y los cambios necesarios para reforzar el sistema financiero<sup>5</sup>. La Unión Europea no ha sido ajena a esta preocupación, sino que el seguimiento de la situación en los mercados financieros y el análisis de posibles medidas para hacerles frente se convirtió en un tema clave en la agenda de las reuniones del Consejo ECOFIN.

El primer llamamiento a una respuesta europea coordinada a la situación de los mercados financieros se produjo de la mano de Merkel y Sarkozy. Ambos mandatarios europeos destacaron, en una Declaración Conjunta de fecha 10 de septiembre de 2007, la necesidad de evaluar la transparencia en los mercados y la eficacia de los sistemas de prevención de las crisis financieras, reclamando una acción concertada de la UE en este ámbito<sup>6</sup>. Poco después, ▷

<sup>5</sup> Baste mencionar al respecto los trabajos llevados a cabo por el Fondo Monetario Internacional, el *Financial Stability Forum*, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el *Joint Forum*, entre otros.

<sup>6</sup> Cabe recordar que ya el 16 de agosto de 2007, el Presidente francés Nicolás Sarkozy, en una carta dirigida a Ángela Merkel, quien

a mediados de septiembre de 2007, con ocasión de la reunión informal del ECOFIN<sup>7</sup> celebrada en Oporto, los Ministros de Economía y Finanzas de la Unión analizaron la situación de los mercados financieros y comenzaron a debatir los preparativos para reforzar el marco de cooperación existente a nivel europeo en caso de una crisis financiera grave.

No obstante, habría que esperar hasta la próxima reunión del ECOFIN, el 9 de octubre, para que los Ministros abordasen, ya en una reunión formal, los retos que planteaba para Europa la situación en los mercados financieros. En esta reunión, los Ministros reconocieron que, aunque el marco europeo de regulación y supervisión había funcionado relativamente bien, las innovaciones financieras y la creciente sofisticación de los mercados planteaban nuevos desafíos, que era necesario abordar a nivel comunitario.

Esta reunión va a ser clave porque en ella se adopta una Hoja de Ruta o *Road Map*, que no es sino un plan de trabajo con las medidas a adoptar, hasta finales de 2009, con objeto de restablecer y preservar la confianza y la estabilidad financiera. Se sientan así las bases de trabajo, que serán completadas en el ECOFIN de diciembre de 2007, en el marco de la revisión del proceso Lamfalussy, con la adopción de una nueva Hoja de Ruta sobre la revisión de dicho proceso, incluyendo la supervisión financiera.

Estas hojas de ruta serán actualizadas y desarrolladas posteriormente en el ECOFIN de mayo de 2008, fijándose 3 planes de trabajo fuertemente interconectados<sup>8</sup>: sobre supervisión financiera; sobre estabilidad financiera; y sobre la respuesta europea a las turbulencias financieras. Por su parte,

ostentaba en ese momento la Presidencia del G-7, reclamaba la necesidad de que en la reunión de los Ministros de Finanzas del G-7 de octubre, estos elaborasen, en estrecho contacto con los bancos centrales, el Foro de Estabilidad Financiera y el Fondo Monetario Internacional, un «informe de análisis y de proposiciones» con el fin de mejorar la transparencia de los mercados financieros.

<sup>7</sup> Dos veces al año (en abril y septiembre), el ECOFIN realiza reuniones informales en las que no persigue adoptar decisiones formales sino permitir un debate abierto, de carácter más político.

<sup>8</sup> Se sigue aludiendo a estos tres planes de trabajo como Hoja de Ruta.

el Consejo Europeo ha respaldado plenamente la Hoja de Ruta, instando a los Ministros ECOFIN a aplicar la misma en los plazos convenidos y a informarle de cómo prosiguen estos trabajos<sup>9</sup>. Por ello, periódicamente, los Ministros de Economía y Finanzas analizan el estado y evolución de la aplicación de la Hoja de Ruta<sup>10</sup>.

Pasamos a explicar en qué consisten las medidas de la Hoja de Ruta, clasificando estas medidas en función de su contenido en tres ejes: supervisión, estabilidad financiera y mejora del mercado. Es necesario advertir, no obstante, que algunas de las medidas no son actuaciones nuevas, sino que de alguna manera ya estaban previstas o habían sido discutidas con anterioridad, pero que su puesta en práctica se ha acelerado con la actual crisis. Para comprender las medidas que se pretenden poner en marcha, especialmente en el ámbito de la supervisión, antes de describir las medidas comenzaremos estudiando la estructura de supervisión existente en la UE.

### 5.1. Estructuras de supervisión en la Unión Europea

En la actualidad, la supervisión y la estabilidad financiera se encuentran sometidas a retos muy importantes, tanto a nivel mundial como, especialmente, en la Unión Europea.

Por un lado, están los retos derivados de la globalización y la creciente internacionalización de las entidades financieras, que cuentan cada vez más con filiales en diferentes países y están sometidas a diferentes reguladores y supervisores.

Por otro lado, están los retos derivados de expansión de la actividad de las entidades financieras, convertidas en muchos casos en conglomerados financieros que cubren todo tipo de servicios ▷

<sup>9</sup> Véase al respecto las Conclusiones del Consejo Europeo del 19-20 de junio de 2008.

<sup>10</sup> Así lo hicieron por última vez durante el ECOFIN del 7 de octubre, donde trataron de preparar su contribución sobre este tema para el Consejo Europeo del 14 y 15 de octubre, y durante la reunión informal que mantuvieron en Niza el pasado 12 y 13 de septiembre.

financieros (banca comercial y de inversión, seguros y pensiones, compraventa de valores, gestión de activos), lo que lleva a que en muchas ocasiones sean supervisadas en un mismo país por distintas instituciones.

Finalmente están los retos que entraña la creciente complejidad y sofisticación de los productos financieros, basados cada vez más en modelos matemáticos de gran complejidad, lo que exige supervisores altamente cualificados técnicamente para comprenderlos y valorar su riesgo.

Estas tendencias han conducido a que las instituciones financieras crezcan en tamaño, pero también a que aumente su correlación y se vuelvan más sensibles a *shocks* comunes, agravándose de esta forma los riesgos de crisis sistémica. Todos estos retos se vuelven incluso más intensos en el caso de la Unión Europea, no sólo por la mayor integración de los mercados y las políticas económicas, sino también por un marco de supervisión y estabilidad financiera fragmentado y sumamente complejo. ▷

CUADRO 3  
NORMAS DE INFORMACION CONTABLE FINANCIERA

- ✓ Desde principios de los 1990s se ha producido una paulatina extensión, no sin cierto debate, del valor razonable (*fair value*, en inglés) como método de valoración en los estados contables para instrumentos financieros, frente al método tradicional basado en costes históricos. La aplicación de este criterio resulta fundamental para las Entidades de Crédito, ya que la mayor parte de su balance está constituido por instrumentos financieros.
- ✓ Estados Unidos fue pionero en la aplicación del valor razonable, introduciéndolo su organismo emisor de normas contables, el Financial Accounting Standards Board, en 1992. En 1999 se sumaría a esta corriente el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, en sus siglas en inglés), más tarde sustituido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB).
- ✓ El método de «valor razonable» también se usa en la Unión Europea, donde la necesidad de poseer un marco contable homogéneo llevó a la adopción de un Reglamento, en julio de 2002, que vino a exigir que a partir del año 2005 las empresas cotizadas, incluidas las entidades de crédito, elaborasen sus estados financieros consolidados con arreglo a las normas internacionales de información financiera (NIIF). Debe precisarse que en la mayoría de los países (incluida España) no impera el modelo «full fair value», sino lo que se conoce como «modelo mixto», según el cual algunos instrumentos se registran por su coste histórico o de amortización.
- ✓ El valor razonable es definido por el IASB como «la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo, o cancelado un pasivo, entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua» (NIC-39). La definición de otros organismos reguladores contables es bastante similar, también en España. La definición del Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España es prácticamente análoga. Por su parte, la Circular 4/2004 define el valor razonable como «la cantidad por la que un activo podría ser entregado, o un pasivo liquidado, entre partes interesadas debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua», señalando que en su estimación se deben tener en cuenta, entre otras cuestiones, «el precio que de manera racional y fundada se obtendría por parte de un vendedor y el más ventajoso que sería posible para un comprador». El FASB estadounidense define este concepto de forma similar, como «el montante mediante el que un activo podría ser enajenado en una transacción entre partes independientes, dispuestas a realizar la operación en situaciones diferentes a la de una liquidación o a la de una venta forzada» (SFAC 7.- Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements).
- ✓ A grandes rasgos, el criterio del valor razonable supone valorar los instrumentos financieros en los estados financieros a su precio de mercado (*mark – to – market*). Para aquellos casos en los que el precio de mercado del activo o pasivo no existe, o no es fiable, las normas internacionales de contabilidad establecen unos criterios de valoración para que las entidades financieras estimen el valor razonable.
- ✓ Las recientes turbulencias en los mercados financieros han reabierto el debate sobre la adecuación del valor razonable como criterio contable para estados financieros, y han llevado a algunas entidades financieras importantes a reclamar a los reguladores una modificación de la normativa contable. En concreto, se señalan dos efectos del valor razonable perjudiciales para la estabilidad: Por un lado, que el valor razonable puede introducir una volatilidad excesiva en los balances. En circunstancias excepcionales en los mercados como las actuales, los movimientos de los precios pueden estar dominados por las expectativas de los agentes, lo que puede amplificar los cambios en la valoración de los activos y generar una excesiva volatilidad en los balances. Por otro lado, que puede aumentar el carácter procíclico de la actividad de concesión de créditos. En cuanto una fase alcista en los mercados suele venir acompañada de un aumento de las cotizaciones de los activos. Al revalorizarse estos en los balances de los bancos, aumentan los beneficios y el capital de las entidades. Como los bancos suelen mantener constante la proporción de créditos que conceden en relación con su capital, el aumento del capital les incentiva a conceder más préstamos, dado que podrán hacerlo sin poner en peligro sus ratios de capital. De esta forma, se dice que las normas contables podrían haber contribuido a la fuerte expansión del crédito en los últimos años. Por el contrario, cuando se produce un cambio de ciclo normalmente se producirá también una caída en las cotizaciones de muchos activos, lo que genera presiones en los balances de las entidades. Este cambio de valoración puede acentuarse en muchos casos por la pérdida de liquidez que afecta a algunos de los instrumentos financieros más complejos, tal y como ha ocurrido recientemente<sup>(1)</sup>. Como los bancos tienen que cumplir con sus requisitos de capital obligatorio, esta presión sobre sus balances podría inducirles a disminuir la concesión de nuevos créditos a empresas y familias, con lo que pueden aparecer restricciones de crédito en las fases bajas del ciclo, agravando la recesión.
- ✓ Además de estas críticas, la actual crisis ha puesto de manifiesto otro problema derivado del «método del valor contable». La dramática disminución de la liquidez en los mercados iniciada a mediados del 2007 ha traído consigo una ausencia de precios para algunos productos. Esto ha llevado a que, en ausencia de precios observables, cada vez se tuviera que recurrir más a métodos de valoración internos para estimar el valor contable de tales productos. Esto ha sido criticado por algunos analistas, sobre todo porque se han extendido el uso de algunos modelos para productos para los que no estaban inicialmente diseñados.

<sup>(1)</sup> Este efecto se sumaría a los que se derivarían, de una parte, de que el riesgo de crédito se manifieste en mayor medida en las fases recesivas del ciclo y, de otra, que en estas fases las entidades sufren mayores dificultades para incrementar los recursos propios. En la actual crisis, los cambios de valoración de los activos, como consecuencia de las caídas en las cotizaciones bursátiles, han tenido un efecto devastador sobre los balances. Por ejemplo, se estima que Merrill Lynch y UBS tuvieron que reducir el valor de sus activos en más de 40.000 billones de dólares cada una de ellas, mientras que el coste total estimado para el conjunto de la industria asciende a más de 400.000 billones de dólares.

Fuente: *Elaboración propia.*

CUADRO 4  
ESTRUCTURAS DE SUPERVISIÓN EN LA UE-15

- ✓ En general, la supervisión bancaria suele corresponder a los Bancos Centrales, aunque en aproximadamente la mitad de los EEMM los Bancos Centrales o bien no llevan a cabo de forma directa esta supervisión, o no se encargan de la misma de forma exclusiva, o bien no realizan esta función. Austria, Bélgica, Dinamarca, Alemania, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Suecia y Reino Unido se encuentran, por ejemplo, en alguna de estas tres últimas categorías.
- ✓ La supervisión de los valores y de los seguros en la mayor parte de los casos corresponde a una o varias Agencias supervisoras: una agencia en el caso de Bélgica, Finlandia, Luxemburgo y Holanda; dos en el caso de Grecia, Italia, Portugal y España, y tres, junto con el Ministerio de Economía, en el caso de Francia.
- ✓ Finalmente, en seis EEMM toda la supervisión corresponde a una sola institución. Este es el caso de Austria, Bélgica, Dinamarca, Alemania, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Suecia y Reino Unido.

Fuente: Dehesa (2007) «Financial Stability and optimal supervision in the EU15».

En este marco, la regulación financiera emana de los Estados miembros, y en algunos casos de las instituciones europeas, mientras que la supervisión descansa en un sistema descentralizado, caracterizado por un conjunto diverso de estructuras, con grandes diferencias entre los Estados miembros, y un número muy elevado de entidades supervisoras. De hecho, el número de autoridades supervisoras nacionales en los Estados miembros de la UE-15 ronda 40 (*vid.* Cuadro 2). Así, la supervisión a nivel de la UE se basa, fundamentalmente, en los principios de subsidiariedad, armonización mínima, control por el país de origen y reconocimiento mutuo, junto con una obligación de coordinación, cooperación e intercambio de información entre los Estados miembros.

En el caso de entidades financieras transfronterizas, la supervisión se estructura de la siguiente forma: los países de origen se encargan de la supervisión de las sucursales de sus bancos en el extranjero y llevan a cabo una supervisión consolidada de los grupos bancarios transfronterizos cuya matriz reside en su territorio, mientras que los países receptores supervisan las filiales de los bancos extranjeros<sup>11</sup>.

Por otro lado, para asegurar un buen funcionamiento de este sistema, se han adoptado medidas adicionales: en primer lugar, se han suscrito con-

venios bilaterales de colaboración entre supervisores nacionales, bancos centrales y ministros de finanzas de la Unión; además, en el marco del proceso Lamfalussy<sup>12</sup>, se han creado unos Comités de naturaleza intergubernamental cuyo objetivo es conseguir mayor convergencia de las prácticas normativas y de supervisión en la UE. Se trata de los Comités de Supervisión de la Unión Europea (Comités del nivel 3 del proceso Lamfalussy): el Comité de Reguladores Europeos de Títulos Valores (CESR, en sus siglas en inglés), el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y el Comité de Supervisores de Pensiones y Seguros (CEIOPS), a los que añadir el Comité de Supervisión Bancaria del Banco Central Europeo (BCE).

Desde hace tiempo se viene planteando, tanto en el ámbito académico como político, si este marco de supervisión tan fragmentado y complejo resulta el sistema óptimo para un mercado financiero. Así, se ha defendido que resultaría más coherente con el objetivo de un Mercado Financiero Único y más ▷

<sup>12</sup> El proceso Lamfalussy es el proceso que rige la adopción de normas en el ámbito de los servicios financieros, con objeto de hacer frente al reto de la rápida integración de los mercados financieros. Se implantó en 2001, y supone un esquema de adopción de normas en cuatro niveles:

— Primer nivel, de adopción de normas que contienen principios generales, a través del procedimiento de codecisión Consejo-Parlamento Europeo.

— Segundo nivel, de desarrollo de las normas de nivel uno efectuado por Comitología en los Comités de Valores, Banca, y Seguros y Fondos de Pensiones. Estos comités están presididos por la Comisión y formados por representantes de los Estados miembros a nivel político.

— Tercer nivel, de convergencia de las prácticas de supervisión a través del trabajo de los Comités de Supervisores, formados por representantes de los órganos supervisores de los EEMM.

— Cuarto nivel, verificación por parte de la Comisión del adecuado cumplimiento de las medidas adoptadas en los niveles uno y dos.

<sup>11</sup> Por ejemplo, si las actividades de un banco alemán en Londres se realizan en una sucursal, las supervisa el *Bafin*, el organismo de supervisión alemán, pero si las realiza una filial, las supervisa el organismo británico *Financial Services Authority*. En ambos casos, el *Bafin* supervisaría la asunción de riesgos consolidada a nivel de grupos bancarios.

adecuado para la estabilidad financiera de la Unión, instituir un supervisor único que contara con el apoyo de una red descentralizada encargada de controlar, *in situ*, las actividades de grandes instituciones, y de supervisar las instituciones locales y regionales.

En este sentido, algunos teóricos y miembros de la industria financiera han propuesto unir a los supervisores nacionales ya existentes en una estructura doble o bicéfala, análoga a la estructura del Banco Central Europeo (BCE) y del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Sin embargo, tanto los supervisores nacionales como los responsables políticos han sido reacios a transferir al nivel europeo cualquier competencia en materia de supervisión, reticencia no sólo debida al deseo de mantener las instituciones existentes, sino también a otras cuestiones fundamentales como qué funciones de la estabilidad financiera quedarían en un entorno supranacional, o cómo se organizaría el respaldo a los prestamistas de última instancia, las garantías de depósito y las deudas tributarias.

No obstante, el debate sobre cuál es el marco de estabilidad financiera óptimo para la UE ha continuado, en primer lugar no sólo en el marco de la evaluación del proceso Lamfalussy efectuado en 2007<sup>13</sup> y, sobre todo, a raíz de la actual crisis financiera, que ha puesto de manifiesto la importancia de reforzar y mejorar este marco. Este es el objetivo que persiguen las medidas de la Hoja de Ruta en materia de supervisión.

## 5.2. Eje 1. Reforzamiento del marco de supervisión financiera

Los Ministros ECOFIN han establecido un compromiso firme de aumentar la efectividad de la supervisión del sector financiero en Europa, a través de una mayor convergencia y armonización en cuan-

<sup>13</sup> En el ECOFIN de 2007, los Ministros intercambiaron opiniones sobre la evaluación del funcionamiento del *proceso Lamfalussy* realizada por el Comité de Servicios Financieros (CSF) y la Comisión. En sus conclusiones, los Ministros reconocían que la experiencia de Lamfalussy había sido hasta el momento muy positiva, aunque era necesario introducir mejoras en todos los niveles del esquema Lamfalussy, manteniendo el equilibrio interinstitucional entre el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión.

to a la aplicación de la normativa y un reforzamiento de la supervisión de los grupos transfronterizos. Para ello se han adoptado las siguientes medidas:

a) La inclusión de una dimensión europea en los mandatos de las autoridades nacionales de supervisión. Este mandato europeo debe permitir a las autoridades nacionales tener en cuenta, en el ejercicio diario de sus funciones, los riesgos o preocupaciones en materia de estabilidad financiera de otros Estados miembros. Los Estados miembros se han comprometido a asegurar que tales mandatos se hayan introducido antes de mediados de 2009<sup>14</sup>, e informarán, en diciembre de 2008, sobre la manera en la que cada uno de los Estados miembros va a cumplir con este compromiso.

b) La mejora de los Comités de Supervisión de la UE. Se persigue mejorar su funcionamiento y reforzar su papel en la evaluación de riesgos para su estabilidad financiera. Para ello, se adoptan las siguientes medidas:

- En primer lugar, se reforzará la aplicación nacional de sus orientaciones y recomendaciones, sin modificar su naturaleza no vinculante. Así, los supervisores nacionales deberán aplicar las orientaciones y recomendaciones que adopten los Comités de Supervisores de la UE, y en caso de oponerse a la aplicación de alguna de ellas, deberán justificar tal oposición públicamente (*comply or explain procedure*), con lo que se pretende facilitar la presión entre los supervisores (*peer pressure*), favoreciendo el acuerdo.

- Se establece la toma de decisiones por mayoría cualificada en los Comités de Supervisión, solicitándoles que incluyesen los cambios necesarios para tal fin en sus convenios constitutivos.

- Se refuerzan y clarifican las funciones de los Comités. A finales de 2008 se asignarán funciones específicas a los Comités de supervisores, como por ejemplo, la mediación o la elaboración de reco- ▷

<sup>14</sup> Por su parte, la Comisión tiene intención de modificar la legislación europea sobre servicios financieros, cuando ello sea posible y conveniente desde el punto de vista práctico, para reflejar los cambios anteriores. Además, el ECOFIN ha encargado al Comité de Servicios Financieros (CSF) que presente un informe valorando la aplicación de la dimensión europea en los mandatos de los Estados miembros a finales de 2009.

mendaciones y orientaciones. Estas funciones deben ser incorporadas apropiadamente.

c) Creación de un sistema de *reporting* o suministro de información genuinamente europeo, con requerimientos de información y formatos de suministro únicos en toda la Unión. Esto resulta fundamental tanto para asegurar la eficacia y convergencia de la supervisión como para reducir la carga administrativa para los grupos transfronterizos. En la actualidad, en el caso de que un banco se establezca en toda la Unión Europea debe suministrar 27 estados declarativos diferentes a los supervisores nacionales. En su reunión informal de Niza, los Ministros ECOFIN acordaron que este sistema de información único debe estar operativo en el año 2012, fecha fijada como límite para la unificación plena de los formatos de suministro de información.

- En cuanto a la supervisión de los grupos financieros transfronterizos de escala europea, este tema resulta clave para la estabilidad financiera y para la prevención de posibles crisis sistémicas. Además, ha adquirido si cabe todavía más importancia bajo la actual crisis, dado que en el último año hemos asistido a la crisis de varias instituciones bancarias, el Banco de Inversiones estadounidense Lehman Brothers y el Banco británico Northern Rock o el grupo belga-holandés Fortis<sup>15</sup>. Por ello, se persigue aumentar la eficacia y consistencia de la supervisión de los grupos financieros que operen en más de un Estado miembro, independientemente de la forma jurídica, localización o sector en el que opere.

- Para ello, se ha optado por el desarrollo de «colegios de supervisores», al considerarse una forma más efectiva de supervisión de los grupos financieros transfronterizos. Estos colegios agrupan a los supervisores de todos los Estados miembros en el que el grupo esté operativo, tanto el del Estado miembro donde se localice la sede del grupo (*home supervisor* o supervisor de origen) como los supervisores de los países en los que opere el grupo (*host supervisor* o supervisor de acogida).

<sup>15</sup> En el caso de Northern Rock no se plantearon graves problemas sistémicos porque sus operaciones transfronterizas no eran demasiado importantes.

- En este tema, uno de los puntos más conflictivos es el del reparto de responsabilidades entre los distintos supervisores que integran el colegio. Todos los Estados miembros están de acuerdo en que el supervisor en el que se localice la sede o matriz del grupo, conocido como «supervisor de origen» (*home supervisor*), debe tener un papel clave en la supervisión. Sin embargo, algunos defienden que éste debe configurarse como un *lead supervisor*, con un papel líder en lo que se refiere a las decisiones a adoptar a nivel del grupo (validación de los modelos internos, imposición de exigencias suplementarias de fondos propios), mientras que otros inciden en la necesidad de un mayor equilibrio entre las responsabilidades de éste y del *host supervisor*.

### 5.3. Eje 2. Estabilidad financiera y la gestión de crisis transfronterizas

Con objeto de mejorar los instrumentos existentes para la gestión de eventuales crisis financieras, y mejorar la estabilidad financiera, se han previsto distintas medidas:

- En primer lugar, se ha adoptado un nuevo Memorandum de Entendimiento (*Memorandum of Understanding o MoU, en inglés*) sobre Estabilidad Financiera Transfronteriza entre Bancos Centrales, Autoridades financieras de supervisión y Ministerios de Finanzas. Se trata de un protocolo de cooperación, suscrito por coordinación que establece el marco general de actuación por las autoridades en el caso improbable de crisis transfronteriza, con el que se perseguía reforzar el Memorando anterior, de 2005<sup>16</sup>. ▷

<sup>16</sup> El Memorando de 2005 fue firmado por los Ministros de Economía y Finanzas, los Gobernadores de los Bancos Centrales y las autoridades de supervisión bancaria de los Estados miembros, con objeto de establecer un marco general en caso improbable de crisis financiera transfronteriza en la UE (el marco legal, intercambio de información, acción concertada y reparto de cargas). La intención ahora es reforzar dicho Memorando con un nuevo Memorando que incluya, además, los principios comunes que adoptó el ECOFIN el pasado 9 de octubre de 2007 para servir de base para la cooperación entre las autoridades nacionales con objeto de preservar la estabilidad financiera de la Unión. También se prevé que el Memorando incorpore un marco analítico para valorar las implicaciones sistémicas de posibles crisis, y orientaciones prácticas para la gestión de las mismas.

CUADRO 5  
TITULIZACIÓN E INNOVACIÓN FINANCIERA (I)

- ✓ La titulización\* ha favorecido la innovación financiera, permitiendo la aparición de instrumentos sofisticados y diversos que permiten la transferencia de crédito y riesgos. Entre estos podemos destacar, por el volumen que ha alcanzado por la actividad, la financiación estructurada, y dentro de ésta, los CDOs (*Collateralized debt obligations*), un producto estrechamente relacionado con la expansión de la titulización de las hipotecas *sub-prime*.
- ✓ La financiación estructurada es el resultado de una operación de titulización. Consiste en agrupar una serie de activos (por ejemplo, bonos, préstamos o valores respaldados por hipotecas), cuyos riesgos subyacentes van a ser transferidos. Para ello, se emiten títulos respaldados por estos activos, que se venden por tramos, cada uno con distintas características de rendimiento y riesgo. Los títulos emitidos otorgan derechos sobre los flujos de caja respaldados por el conjunto de activos, estableciéndose un orden de prelación para el pago de dichos flujos de caja a los tenedores de los tramos: los tramos preferentes o *senior* (con menos riesgos) son los primeros que reciben los pagos, seguidos por los distintos niveles hasta el tramo subordinado o *equity* (el de mayor riesgo). Si no se obtiene una parte de los flujos de caja esperados del conjunto de los activos (por ejemplo, por impago de algunos préstamos), cuando se agote el flujo de caja de resguardo, los tenedores del tramo *equity* serán los primeros en absorber las pérdidas. Si los flujos de caja esperados se reducen aún más, el siguiente grupo de tenedores (el tramo *mezzanine*) no recibirá el pago completo. Normalmente, los tramos superpreferentes y super senior en la parte superior de la estructura de capital se construyen de tal forma que obtienen calificaciones crediticias AAA, de forma que la probabilidad de que no reciban los pagos prometidos es muy baja.

\* Sin lugar a dudas, la titulización ha contribuido al crecimiento de la economía mundial en los últimos años. Además, según la teoría económica la titulización permitía reforzar el sistema bancario, a través de la mayor dispersión de créditos entre los inversores en el mundo. No obstante, la actual crisis financiera ha puesto en evidencia que la titulización ha venido acompañada de una serie de excesos que no han sido suficientemente percibidos hasta no hace mucho. Por un lado, la titulización ha podido favorecer el deterioro de la calidad crediticia. Si los bancos pueden vender parte de sus créditos titulizados en el mercado, pueden estar tentados a prestar menos atención a la calidad intrínseca de tales préstamos. El caso de las hipotecas subprime estadounidenses resulta paradigmático. Además, la titulización ha contribuido al desarrollo de un "sistema bancario paralelo" de enormes proporciones y que escapa al control de las autoridades. El sometimiento a exigentes requisitos de adecuación de capital ha hecho que los bancos tratasen de encontrar socios financieros no sometidos a ratios regulatorios y dispuestos a aprovechar las elevadas remuneraciones de los créditos de alto riesgo. Este es otro de los factores determinantes de la crisis financiera, y explica la tendencia de los Bancos de crear o patrocinar "conductos" o Vehículos Especiales de Inversión (ISV, en sus siglas en inglés) fuera de sus balances, destinados a comprar los productos financieros que habían creado o ayudado a crear. Al estallar la crisis, los bancos se vieron obligados de garantizar las líneas de crédito que habían suministrado a estos conductos, acen tuando el proceso de desapalancamiento, con efectos negativos obvios sobre la capacidad de préstamo de los Bancos.

Fuente: FMI 2008.

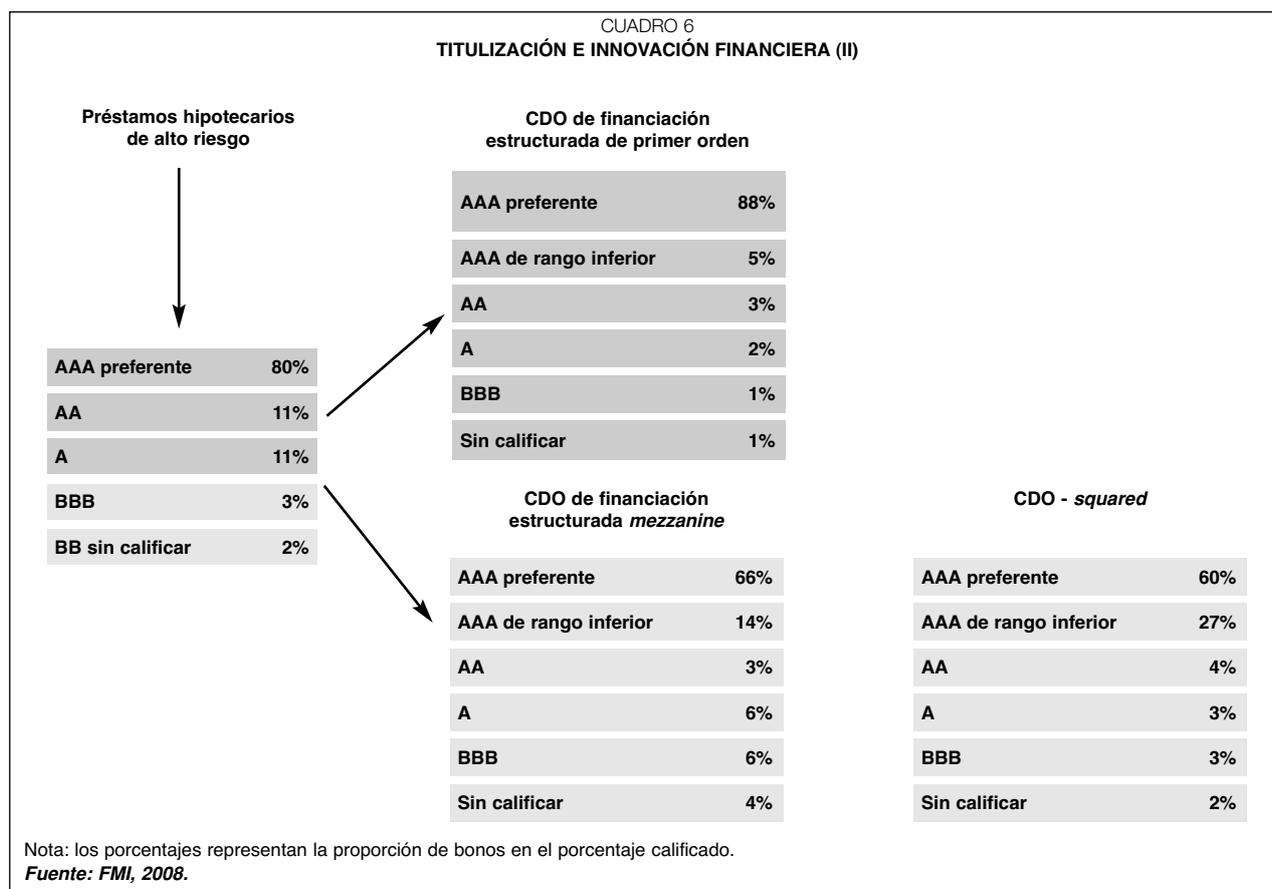
Fue adoptado durante la reunión informal del ECOFIN celebrada en Brdo (Eslovenia) en abril de 2008, y posteriormente confirmado en el Consejo ECOFIN. El objeto de estos Memorandos es establecer un marco para la cooperación de las autoridades supervisoras de los EEMM ante posibles crisis financieras transfronterizas. El nuevo memorando persigue reforzar la cooperación de las autoridades supervisoras e incluye un catálogo de principios comunes sobre gestión de crisis transfronterizas, orientaciones prácticas para hacerlas frente y un marco analítico común que servirá de base para valorar las implicaciones sistémicas de posibles crisis.

Asimismo, entre otras medidas en este eje, se pretende llevar a cabo un ejercicio de simulación de una crisis financiera de escala europea para analizar los retos que plantean este tipo de crisis y determinar si el nuevo Memorando de Entendimiento y el resto de los instrumentos resultan adecuados. Esta previsto realizar esta simulación entre mayo 2008 y primavera 2009.

#### 5.4. Eje 3. Reacción europea a las turbulencias financieras

Este eje de la Hoja de Ruta cubre un conjunto de medidas con las que se pretende hacer frente a ciertas vulnerabilidades puestas en evidencia por la reciente crisis financiera. Estos trabajos se están desarrollando de forma paralela a los que se realizan en distintos foros internacionales con responsabilidad en la materia. Las principales medidas que se están desarrollando en este ámbito se centran en las siguientes áreas:

1) Aumentar la transparencia en la evaluación de riesgos y en la gestión, incluyendo el tema de las remuneraciones de los directivos. Este tema ha sido discutido en el seno del ECOFIN, en el que se sugieren líneas de actuación concretas para dar mayor transparencia a la remuneración de los altos directivos de las entidades financieras y evitar los comportamientos e incentivos que han llevado a actuaciones poco ortodoxas, con resultados muy negativos. ▷



2) Mejorar el marco prudencial y de gestión de riesgos, a través de la revisión de una serie de aspectos de la Directiva de requerimientos de capital, que permita restablecer confianza en la actividad crediticia. La propuesta deberá acelerar la implementación del marco prudencial derivado de los acuerdos de Basilea II, aumentando las exigencias en materia de gestión de riesgos y del nivel de fondos propios de las entidades, y bajo la monitorización continua de los supervisores para evitar medidas procíclicas, que agraven el problema.

3) Mejorar el marco de las agencias de calificación crediticia (*rating*). Una de las lecciones que se ha podido extraer de la crisis financiera son los problemas de incentivos que se plantean cuando estas agencias cobran por labores de asesoramiento de aquellas empresas cuyos productos tienen que calificar. En el caso de la UE, la Comisión ha presentado en el mes de noviembre pasado una propuesta consistente en la creación de un registro obligatorio de Agencias de *rating* que operan en la UE, regulando su actividad.

4) Revisar las normas contables de valoración de activos y de publicación de instrumentos financieros (norma IFRS 7), junto con el *International Accounting Standards Board*, IASB, para evitar valoraciones incorrectas, decisión que fue tomada de forma inmediata por la Comisión.

### 6. La contribución de la UE a la cumbre del G-20 y la reforma del sistema financiero internacional: Consejo Europeo Informal de 7 noviembre de 2008

La cumbre internacional del 15 de noviembre ha estado dedicada a la reforma del sistema financiero internacional. En ella Europa ha desempeñado un papel fundamental, en tres niveles que fueron acordados por el Consejo Europeo Informal que tuvo lugar el 7 de noviembre como preparación de la posición europea: en primer lugar, en lo que se refiere a los principios comunes para cons- ▷

truir un nuevo sistema financiero internacional; en segundo lugar, en cuanto al método de trabajo para garantizar decisiones reales y rápidas; y en tercer lugar, en lo relativo a la preparación de un programa completo de respuestas, algunas de las cuales deben adoptarse sin demora.

Los principios comunes, acordados por el Consejo Europeo Informal de 7 de noviembre y refrendados por la Cumbre son los siguientes:

1) Ninguna institución financiera, ningún segmento de mercado, ninguna jurisdicción debe escapar a una regulación proporcionada y a la supervisión.

A tal efecto, todos los agentes financieros de importancia sistémica, como las agencias de calificación o los fondos de apalancamiento deberán ser regulados o, al menos, vigilados, independientemente del territorio en que operen, a través de las autoridades nacionales y, en su caso, bajo la supervisión de las instituciones financieras internacionales. En esta misma línea, se adoptarán todas las medidas, a nivel nacional e internacional, para proteger la estabilidad del sistema financiero internacional contra los centros que no cooperen; y de manera más general, deberán definirse las reglas aplicables para crear normas comunes entre plazas financieras sin perjudicar la estabilidad financiera internacional.

2) El nuevo sistema financiero internacional debe basarse en los principios de responsabilidad y transparencia de los agentes. Así, la transparencia de las operaciones financieras deberá garantizarse mediante un sistema de información más completo, y deberán revisarse los dispositivos que incitan a una asunción de riesgo excesiva, en particular las modalidades de titulización de los créditos y la definición de las políticas de retribución<sup>17</sup>. Adicionalmente, las normas aplicables a las instituciones financieras, ya sean cautelares o contables, deberán revisarse de manera que se garantice que no contribuyen a crear burbujas especulativas en

período de crecimiento y a acentuar la crisis en los virajes económicos. En concreto los organismos de normalización, en particular en materia contable, deberán reformarse para permitir un verdadero diálogo con todas las partes interesadas, en particular las autoridades cautelares.

3) El nuevo sistema financiero internacional debe permitir que puedan medirse los riesgos para prevenir las crisis. Para alcanzar este objetivo, los grandes grupos financieros internacionales deberán ser supervisados de manera coordinada entre las distintas autoridades nacionales interesadas, mediante la creación de órganos colegiados, y deberá establecerse un sistema de alerta precoz para detectar con antelación el aumento de los riesgos o la formación de burbujas en la valorización de los distintos activos económicos. Ambas conclusiones se han resalta-do por el G-20, de manera específica.

4) Es preciso confiar al FMI un papel central en una arquitectura financiera más eficaz. En esta línea, avalada por la reunión de Washington, la misión de prevención de las crisis financieras corresponderá al FMI, que dispone de la legitimidad y del carácter universal necesario para convertirse progresivamente en el eje de un sistema internacional renovado, con una mejor articulación con el Foro de Estabilidad Financiera. Para ello, los instrumentos de intervención del FMI deberán modernizarse para permitirle intervenir de manera preventiva y deberán aumentarse sus medios para posibilitar que ayude eficazmente a los países afectados por la crisis.

La cumbre de Washington ha sido, sin duda, la ocasión de iniciar esta reforma del sistema financiero internacional en el marco del conjunto más amplio de los retos a los que se enfrenta la UE como son, la seguridad alimentaria, la lucha contra la pobreza y el cambio climático, y el fomento del libre comercio.

A partir de aquí, debe contarse con un periodo de 100 días desde el 15 de noviembre de cara a preparar las medidas de aplicación de los principios que han sido acordados. Al concluir este período, se organizará una nueva cumbre en la que se analizará la aplicación de las primeras medidas ▷

<sup>17</sup> Lo que enlaza con la Comunicación de la Comisión sobre *executive pay* que ya fue presentada al Consejo Europeo de 15/16 de noviembre.

y de las nuevas decisiones aprobadas y un conjunto de propuestas sobre lo que debe ser la nueva arquitectura económica internacional.

## 7. Plan Europeo de Recuperación Económica

En el Consejo Europeo de diciembre la UE ha adoptado las medidas necesarias en esta primera etapa de reforma. En concreto ha sido la ocasión en se ha avanzado en la concertación eficaz de las respuestas de política económica que cada Estado establezca para hacer frente a la situación actual. La Comisión ha presentado una estrategia europea, elaborada partiendo de la estrategia de Lisboa y del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. Este plan implica principios de acción y medidas concretas para hacer frente a la desaceleración económica y preservar el crecimiento y el empleo.

El Plan Europeo de Recuperación Económica pretende ofrecer una respuesta coordinada a la crisis económica. Su objetivo es evitar una profunda recesión económica, mediante el impulso de reformas estructurales acompañadas de acciones presupuestarias coordinadas, a través de un énfasis especial en la inversión «verde» y en la innovación. En esta línea, los objetivos estratégicos del Plan de Recuperación son tres: primero, estimular la demanda y fomentar la confianza de los consumidores; segundo, minimizar el coste humano de la recesión económica y su impacto sobre los más débiles (trabajadores, familias...); tercero, en línea con la Estrategia de Lisboa para el Crecimiento y el Empleo, facilitar a la economía europea la recuperación económica, para que pueda afrontar con éxito los retos de la competitividad, y afrontar el cambio climático y la respuesta a la seguridad energética.

Adicionalmente a las acciones de tipo estructural de la Estrategia de Lisboa para el Crecimiento y el Empleo, y en el marco institucional del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Plan propone llevar a cabo una respuesta macro contra cíclica, a través de un ambicioso conjunto de actuaciones

dirigidas a apoyar la economía real. Ello consistirá en proporcionar de forma inmediata una inyección fiscal de 200.000 millones de euros (1,5 por 100 del PIB UE), para impulsar la demanda. Este impulso se compone de una expansión de los presupuestos nacionales de 170.000 millones (1,2 por 100 del PIB UE) y financiación europea para acciones inmediatas de cerca de 30.000 millones (0,3 por 100). Adicionalmente, se proponen actuaciones en ámbitos prioritarios de la UE, en línea con la Estrategia de Lisboa.

Dado al alto nivel de integración de las economías europeas, la respuesta debe ser coordinada y debe combinar aspectos monetarios y fiscales, así como medidas clave derivadas de la Estrategia de Lisboa. El plan deja claro que el estímulo presupuestario deberá ser temporal, definido en el tiempo, orientado y coordinado, y deberá mezclar instrumentos de ingresos y gastos e ir acompañado de reformas estructurales de apoyo a la demanda, al empleo y al funcionamiento de los mercados. En este marco, se hace referencia expresa a la posibilidad de que los Estados miembros se vean obligados a superar el valor de referencia del 3 por 100 en 2009 y 2010 debido a las circunstancias extraordinarias.

En cuanto a las acciones propuestas, la Comisión propone 10 acciones estratégicas en las 4 áreas prioritarias como son: proteger el empleo, promocionar las empresas, invertir en infraestructura y energía, e investigación e innovación. Estas acciones son las siguientes: apoyo al empleo y reprogramación del Fondo Social Europeo; reducción de impuestos sobre el trabajo a las rentas bajas, financiación a pymes; reducción de cargas administrativas para favorecer el espíritu empresarial; inversiones para modernización de infraestructuras; mejora de la eficiencia energética en edificios, promoción de productos verdes; aumentos de inversión (incentivos y subsidios a la I+D+i); impulsar el desarrollo de tecnologías limpias; y finalmente, difundir las tecnologías de banda ancha de manera amplia.

El plan reforzará y acelerará reformas ya en curso en el marco de la Estrategia de Lisboa para el crecimiento y el empleo e incluye numerosas ▷

medidas a nivel nacional y de la UE para ayudar a las familias y a la industria y para concentrar el apoyo en quienes más lo necesiten. Así define pasos concretos para promover el espíritu empresarial, la investigación y la innovación, incluso en los sectores del automóvil y la construcción, e impulsará los esfuerzos para abordar el cambio climático a través, por ejemplo, de inversión estratégica en edificios y tecnologías energéticamente eficaces.

## 8. Conclusión

La reciente crisis financiera internacional ha tenido una respuesta europea coordinada, impulsada por el Consejo Europeo. Este artículo ha hecho recuento de las principales medidas adoptadas por la UE, así como de las iniciativas que ya estaban en marcha desde el año 2007 en lo que se refiere a supervisión y estabilidad financiera.

El nuevo desafío que se presenta ante la UE es la respuesta a la crisis económica. Aún no se está notando todo el efecto de las medidas destinadas a garantizar la estabilidad y el buen funcionamiento del sistema financiero y el esfuerzo en este ámbito también deberá continuar, y será reevaluado de manera destacada por el Consejo Europeo de primavera de 2009.

## Bibliografía

- [1] BANCO DE ESPAÑA, Dirección General de Regulación (2008): La generalización del valor razonable a los instrumentos financieros: un análisis de impacto y algunas implicaciones, mayo 2008, Madrid.
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2008): Informe de Estabilidad Financiera, abril 2008, Madrid.
- [3] BANCO DE ESPAÑA (2008): 78 Informe Anual del Banco Internacional de Pagos de Basilea, 2007-2008, 30 de junio, 2008.
- [4] CARUANA, J. Y NARAIN, A. (2008): «Banking on More», *Finance and Development*, Fondo Monetario Internacional, junio 2008.
- [5] CARUANA, J. (2008): «Regulación e innovación en la reciente crisis financiera», *Estabilidad Financiera*, nº 14, Banco de España, Madrid.
- [6] CECHETTI, S. (2007): «A better way to organise securities markets» *Financial Times*, de oct 5, 2007.
- [7] COMISIÓN EUROPEA (2008): Un Plan Europeo de Recuperación Económica, COM (2008) 800 Final, 26-11-2008, Bruselas.
- [8] FENDER, I. Y MITCHELL, J. (2005): «Financiación Estructurada: complejidad, riesgo y utilización de las calificaciones», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2005.
- [9] FORTIS PITA, I., GARCÍA GUTIÉRREZ, I. (2006): La contabilidad según valor razonable, enero 2006, [www.cemla.org](http://www.cemla.org).
- [10] IMF (2008): Global Financial Stability report, «Financial Stress and Deleveraging. Macro-Financial Implications and Policy», octubre 2008.
- [11] IMF (2008): Global Financial Stability report, «Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness», abril 2008.
- [12] IMF (2008): Global Financial Stability report, «Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies», octubre 2007.
- [13] KODRES, L. (2008): «A crisis of confidence and a lot more», *Finance and Development*, FMI, junio 2008.
- [14] NAVARRO AGUILERA, E. (2006): «Mercados Financieros Internacionales: Determinantes de su comportamiento actual y riesgos», *Boletín Económico ICE*, nº 2888.
- [15] SERRANO LEAL, C. (2005): El Presupuesto Comunitario: problemas presentes y retos futuros, Madrid, Ed. Dykinson.
- [16] SERRANO LEAL, C. (2004): «Nuevos enfoques en el proceso de integración financiera europea: ¿hacia donde vamos?», *Análisis Financiero Internacional*, nº 117, tercer trimestre de 2004, pp. 5-18, Madrid.
- [17] SERRANO LEAL, C. (2002): «Avances recientes en el proceso de integración financiera europea», *Análisis Financiero Internacional*, nº 109, Tercer trimestre de 2002, pp. 11-24. Madrid.