

CRÓNICA DE LA CRISIS ECONÓMICO-FINANCIERA (2007-2013)

RECAP OF THE ECONOMIC AND FINANCIAL CRISIS (2007-2013)

SANTIAGO PERNÍAS SOLERA¹

Asesor de la Asociación Española de Banca.

Inspector de Entidades de Crédito del Banco de España (excedente)

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. LA FASE PREVIA A LA CRISIS: 1. La Gran Moderación. 2. La acumulación de desequilibrios: 2.1. *Desequilibrios globales en las balanzas de pagos por cuenta corriente*. 2.2. *Evolución de los tipos de interés a largo plazo*. 2.3. *Debilidades estructurales en el sistema financiero*. 3. La burbuja de activos inmobiliarios. III. CRISIS FINANCIERA: 1. Crisis de los préstamos *subprime*. 2. Crisis de confianza. La quiebra de Lehman Brothers. IV. CRISIS ECONÓMICA. LA GRAN RECESIÓN. V. CRISIS DE LA EUROZONA: 1. Rescate de los países periféricos. 2. Crisis del euro. 3. El círculo vicioso deuda soberana/deuda bancaria. 4. La crisis financiera en España. La reestructuración del sistema crediticio. VI. RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS: 1. Estados miembros. Ayudas públicas y reformas estructurales. 2. Banco Central Europeo. 3. Unión Europea. La Unión Bancaria: 3.1. *Reformas legislativas*. 3.2. *Sistema europeo de supervisión financiera*. 3.3. *Mecanismos de respaldo financiero*. 3.4. *«Towards a genuine Economic and Monetary Union»*. VII. CONCLUSIONES.

¹ Con mi agradecimiento a Federico PRADES por su inestimable ayuda en la redacción de este trabajo.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis económica y financiera iniciada en 2007 muestra dos características singulares que hacen que, además de por su relevancia, podamos referirnos a ella como una crisis de especial significación: en primer lugar, por la extensión y profundidad de sus efectos, que la convierten en la crisis global de mayor intensidad de los últimos cincuenta años; y en segundo término, por su carácter cambiante a lo largo de su desarrollo, de forma que, más que de una crisis en singular, tal vez deberíamos referirnos a una sucesión de crisis o, al menos, a una crisis con manifestaciones múltiples.

Tomando como referencia los datos del Fondo Monetario Internacional, la última recesión económica, situando en 2009 el valle del ciclo, sería la más intensa de las cuatro crisis de alcance verdaderamente global identificadas en los últimos cincuenta años (1975, 1982, 1991 y 2009), en las que se han registrado caídas del producto interior bruto *per cápita* en términos reales en el agregado mundial, entre las que no se incluyen situaciones tan significativas como la crisis asiática de finales de los años 90 o la crisis que siguió a los atentados terroristas de 2001, que no alcanzaron a situar la variación anual del PIB mundial en valores negativos, porque la caída de actividad en las economías emergentes se compensó, en el primer caso, con crecimiento en los países de economías avanzadas y, en el segundo, porque cuando estos últimos entraron en recesión, China, India y otros países en desarrollo mantuvieron tasas de crecimiento económico elevadas. Confirman esta apreciación la práctica totalidad de los indicadores al uso y, además del producto interior bruto *per cápita* ya citado, las caídas del volumen de comercio mundial, de la producción industrial o de los flujos de capital, entre otras, así como la tasa de desempleo, muestran en 2009 cifras sensiblemente mayores que la media de las crisis precedentes.

La segunda de las características tiene que ver con el hecho de que, dadas sus múltiples manifestaciones, más que de una crisis, en singular, podríamos referirnos a ella, como una sucesión de crisis, en la que se han ido encadenando distintas situaciones en una relación causa-efecto en unos casos y, en otros, como crisis paralelas que se autoalimentan en un círculo vicioso.

Este encadenamiento, en el que las distintas manifestaciones de la crisis se superponen e interrelacionan unas con otras, desaconsejan una mera descripción lineal atendiendo al orden cronológico y hacen preferible abordar cada una de las crisis por separado, aun a riesgo de romper la secuencia temporal de los acontecimientos. Este es el esquema que seguiremos en las próximas páginas, en las que abordaremos en el apartado II la fase previa del ciclo económico, en la que se generan los desequilibrios que dan lugar a la crisis; el apartado III está dedicado a la crisis financiera que siguió al estallido de la burbuja de las hipotecas *sub-prime* en Estados Unidos y a la quiebra de Lehman Brothers; la crisis económica subsiguiente se trata en el apartado IV; con los dos últimos apartados dedicados a las singularidades europeas: la crisis de la zona euro y, atendiendo al tema de este número de la *Revista*, a la respuesta de la Unión Europea a la crisis económico-financiera.

II. LA FASE PREVIA A LA CRISIS

1. La Gran Moderación

La expresión «Gran Moderación» fue acuñada para referirse a un fenómeno observado durante los últimos veinte años, en los que resultaba apreciable que en las economías avanzadas la volatilidad de las variaciones anuales del crecimiento del PIB, de la tasa de inflación y de otras variables macroeconómicas resultaba notablemente menor que en periodos anteriores². Pareció que se estaba produciendo un «aplanamiento» de los ciclos económicos, en el sentido de que mostraban una fase de crecimiento suave, cada vez más prolongada, y una fase recesiva con caídas menos intensas y de duración más reducida.

Y, en efecto, la crisis que se inicia en 2007 estuvo precedida por una fase alcista del ciclo, cuyo comienzo podemos situar en torno a 1993, inusualmente prolongada, de crecimiento económico a nivel mundial, a un ritmo constante y sin grandes altibajos, combinado con una inflación que se fue atemperando y estabilizando en la etapa final, un incremento y menor volatilidad de los flujos económicos internacionales y una extensión de la globalización.

Durante el periodo 1993-2007 el crecimiento económico alcanzó una dimensión global y se manifestó tanto en los países desarrollados como en los emergentes, con tasas de incremento anual del PIB mundial cercanas al 3% de media en el periodo. La inflación en las economías avanzadas se mantuvo estable en niveles muy próximos a la referencia convencional del 2% y a nivel mundial se estabilizó a partir de 2001 en torno al 4%.

Con todo, lo verdaderamente llamativo del periodo ha sido el comportamiento de las economías emergentes, cuyas tasas anuales de crecimiento han sido de manera recurrente superiores a las de los países desarrollados y, tratándose de economías frecuentemente hiperinflacionarias en el pasado, han conseguido en lo que va de siglo moderar y estabilizar sus tasas de inflación, de tal forma que, en este sentido, estamos viviendo una coyuntura histórica, por cuanto 2013 será con toda probabilidad el ejercicio en que, por primera vez, el peso de las economías emergentes en la economía mundial supere al del conjunto de países desarrollados³ y las previsiones apuntan a que esta tendencia continuará en los próximos años.

En Europa, el periodo vino acompañado por el indudable éxito de la introducción del euro como moneda común de once Estados miembros en 1999. La integración en el euro supuso transferir la política monetaria desde los bancos centrales nacionales al Banco Central Europeo, que consiguió cumplir el mandato de mantener la estabilidad de precios en niveles muy próximos (*below but close*) al objetivo del 2% anual. El euro se consolidó como moneda alternativa al dólar en las transaccio-

² BERNANKE, B. *The Great Moderation*. February 20, 2004.

³ Medido en términos de *Gross domestic product based on purchasing-power-parity (PPP) share of world total*. International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013.

nes comerciales y financieras a nivel global y, en términos agregados, la eurozona pasó a representar la segunda economía del mundo.

En España, el periodo 1994-2008 inmediatamente anterior a la crisis es uno de los de mayor éxito económico de nuestro país, con quince años de crecimiento ininterrumpido del PIB a tasas anuales por encima de la media de Unión Europea y con algunas de las principales variables macroeconómicas equiparables a las de nuestros socios comunitarios. El ejercicio económico se cerró con superávit en las cuentas del Estado durante tres años consecutivos (2005, 2006 y 2007); el nivel de deuda pública en 2006/2007 estaba por debajo del 40% del PIB, cuando la media de UE era del 60%; la tasa de desempleo alcanzó su nivel más bajo del 8,5% en 2007, tras haber creado casi ocho millones de puestos de trabajo (pasando de 12 a 20 millones de ocupados) y acogido a un millón de inmigrantes; y, conviene recordarlo, el PIB *per cápita* español llegó a situarse muy próximo a la media de la UE 17 (incluso lo superó tras la incorporación de diez nuevos miembros en 2004), desde el apenas el 75% que representaba en el momento de nuestra incorporación a la Comunidad Europea en 1986.

En otro orden de cosas, a nivel global el periodo estuvo igualmente caracterizado por la fe desenfrenada de los políticos en las virtudes de las fuerzas del mercado⁴, el papel de las finanzas como motor del crecimiento y la política monetaria como principal instrumento de gestión económica. Contribuyeron a afianzar estas creencias, por una parte, el hecho de que las crisis que se manifestaron en el periodo (escándalos como los de Enron, la burbuja de las punto com, los ataques terroristas del 11-M,...) se solventaron sin que llegaran a alcanzar una dimensión sistémica y retornando al crecimiento en un breve espacio de tiempo; y por otra, el éxito que, mediante la utilización de los tipos de interés a corto plazo, alcanzaron los bancos centrales en el mantenimiento de la estabilidad de precios y en el estímulo a la economía.

Se pensó que la globalización de los mercados financieros contribuiría a una más eficiente localización de los recursos y que gracias a la ingeniería financiera, que diseñó nuevos productos en el campo de los derivados o las titulaciones de activos, era posible una mayor diversificación del riesgo y una mejor asignación del mismo entre los agentes dispuestos a asumirlo.

2. La acumulación de desequilibrios

Junto a los innegables éxitos económicos del periodo, durante el mismo se fueron acumulando una serie de desequilibrios y se gestaron las causas que desencadenaron la crisis en 2007. Las teorías acerca de las causas de la crisis son sumamente variadas y múltiples las variables que se manejan para explicarla: políticas fiscales

⁴ VIÑALS, J. «After Five Years: Some Lessons from the Financial Crisis». *Moneda y Crédito*, núm. 235, 2013.

inadecuadas que condujeron a un crecimiento excesivo de la deuda pública; pérdidas de competitividad motivadas por un crecimiento de los costes, aumento de salarios y de precios; crisis de balanza de pagos en un entorno de tipos de cambio fijos; políticas monetarias con tipos de intervención excesivamente reducidos durante demasiado tiempo, etc.

Todos estos elementos han tenido, con seguridad, algo que ver en la crisis. En las líneas que siguen, sin embargo, centraremos nuestra atención en tres variables que aparecen en prácticamente todas las hipótesis explicativas de la crisis. Por tanto, siendo conscientes que dejamos fuera de la explicación a los tipos de cambio, los desequilibrios fiscales, la política monetaria o los costes de producción, nos referiremos a los desequilibrios de las balanzas de pagos por cuenta corriente, la evolución de los tipos de interés a largo plazo y la debilidad estructural del sistema financiero, singularmente en los Estados Unidos.

2.1. Desequilibrios globales en las balanzas de pagos por cuenta corriente

Entre las más destacables de las causas de la crisis se encuentran sin duda los desequilibrios globales (*global imbalances*) en las balanzas de pagos por cuenta corriente⁵. Un conjunto de países ha venido manteniendo, en las décadas previas a la crisis, balanzas por cuenta corriente de signo positivo de manera recurrente y en aumento, tanto en valores absolutos como en relación a sus respectivos PIB; entre ellos, China, las economías del este asiático, los países exportadores de petróleo y Alemania. En sentido contrario, para equilibrar la balanza, otro conjunto de países han mantenido déficits por cuenta corriente de manera también habitual: entre otros, los Estados Unidos, el Reino Unido... y España, que alcanzó en 2007 una cifra máxima de déficit del 10% sobre el PIB.

La contrapartida de los superávits de balanza de pagos es un incremento de los recursos financieros disponibles en poder de los países exportadores y, en sentido contrario, una necesidad de financiar los déficits por parte de los importadores. Una serie de factores contribuyeron a que los países con superávit incrementasen sus niveles de consumo a menor ritmo del que lo hacían sus ingresos y mostrasen elevadas tasas de ahorro; a que éste superase las apetencias de inversión doméstica; y a que la consiguiente capacidad de financiación (*the global saving glut*) se orientase hacia los países desarrollados, cuya deuda pública mantenía una elevada calificación crediticia (AAA) y continuaba gozando de la confianza de los mercados financieros internacionales, fenómeno que se dio en llamar de huida hacia la seguridad⁶.

⁵ La balanza de pagos por cuenta corriente se define como la diferencia entre los ingresos y los pagos al/del exterior por exportaciones e importaciones de bienes (balanza comercial), servicios (incluyendo turismo y viajes), rentas (del trabajo y del capital) y transferencias corrientes.

⁶ Un análisis de los factores, tanto macroeconómicos como estructurales, que han contribuido a estos procesos se encuentran en ASTLEY, M., GIESE, J., HUME, M. y KUBELEC, C. «Global imbalances and the financial crisis». *Quarterly Bulletin*. 2009 Q3. Bank of England.

2.2. Evolución de los tipos de interés a largo plazo

El fuerte incremento de la oferta de fondos prestables motivado por estos flujos internacionales desde los países exportadores netos hacia las economías desarrolladas contribuyó al significativo descenso de los tipos de interés a largo plazo de las principales monedas (dólar USA, euro y libra esterlina), facilitando el endeudamiento de los agentes económicos (familias, empresas y Administración) en los países que presentaban elevados niveles de consumo e inversión, niveles de ahorro insuficientes para financiar sus inversiones y resultaban deficitarios en sus balanzas por cuenta corriente.

La progresiva reducción de los tipos de interés a largo plazo, propiciada por la abundancia de flujos financieros procedentes de países excedentarios, estuvo acompañada en los países desarrollados por una política monetaria que utilizó la reducción de los tipos de interés a corto plazo como instrumento de impulso a la economía, cada vez que la tensión en los mercados financieros o las cifras macroeconómicas suponían una amenaza de recesión, y en las economías emergentes, por mecanismos de control de sus monedas que dificultaron el reequilibrio automático de los tipos de cambio.

Fue en ese entorno de crecimiento económico continuado, inflación moderada y elevado empleo, antes descrito, en el que se fraguó el *boom* de crédito de los países desarrollados, propiciado por la existencia de liquidez abundante y bajos tipos de interés. A algunas de sus manifestaciones nos referiremos brevemente a continuación.

Los resultados de esta situación de reducidos tipos de interés se concretaron en la baja rentabilidad de los activos financieros de mayor calidad (deuda pública); baja rentabilidad que, debido a una incorrecta valoración del riesgo por parte de los agentes financieros, se hizo extensiva a un gran número de instrumentos financieros tradicionales de peor condición⁷. La expansión de balances por parte de empresas y familias y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores fue la respuesta en esta coyuntura.

Por una parte, en las economías avanzadas, familias y empresas elevaron considerablemente su endeudamiento (hasta superar el 150% del PIB, desde niveles en torno al 100% a comienzos de la década de los 90) que se destinó, no tanto al incremento del consumo de bienes y servicios, cuanto al aumento de sus tenencias de activos (*balance sheet expansion*), singularmente viviendas, lo que alimentó la burbuja de activos inmobiliarios en numerosos países desarrollados.

Por otra, la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) de los inversores institucionales fue atendida por la ingeniería financiera con la creación de nuevos productos y el desarrollo de algunos ya existentes, como las titulizaciones complejas, que teóricamente eran capaces de batir a la deuda pública en términos de rentabilidad/riesgo.

⁷ Para hacerse una idea del alcance de esta apreciación, baste recordar que a finales de 2006 el diferencial de rentabilidad entre un bono a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos (AAA) y un bono corporativo *high-yield* (por debajo de BBB) era de tan solo 300 puntos básicos.

A modo de recordatorio, la titulización de activos consiste básicamente en empaquetar un conjunto de activos financieros (préstamos, bonos u otros instrumentos de deuda) de características más o menos homogéneas, y transferirlos a un vehículo (*Special Purpose Vehicle, SPV*) que se financia mediante la emisión de títulos (bonos de titulización) agrupados en varios tramos con distinta prelación, es decir, con distinta posición en el orden de absorción de pérdidas en caso de que éstas se produzcan. Se consigue con ello movilizar activos normalmente ilíquidos, como los préstamos, diluir el riesgo de crédito entre un conjunto amplio de inversores y ofrecer a éstos diferentes valores negociables adaptados a sus apetencias, cada uno de los cuales representa una distinta combinación de rentabilidad, liquidez y riesgo.

Los RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) sintetizan bien este esquema y cierran el círculo de la financiación inmobiliaria. Se trata de titulizaciones en las que los bonos de titulización están garantizados por préstamos hipotecarios concedidos a familias para la adquisición de su vivienda. En los años previos a la crisis, su tramo de mejor rango (*senior*) contaba con una elevada calificación crediticia otorgada por una agencia de rating, tan elevada como la de un bono del Tesoro, pero con una rentabilidad mayor que la de éste; en suma, que ofrecían una combinación casi imposible de mayor rentabilidad, alta liquidez y reducido riesgo.

Los RMBS resultan en cierta forma paradigmáticos del esquema de financiación del periodo en el que, dejando al margen la actividad bancaria regulada, se creyó encontrar un modelo de intermediación perfecta entre el inversor deseoso de rentabilidad y el comprador de vivienda necesitado de financiación. El modelo se repitió con múltiples variantes (*Asset Backed Securities*), ganó en amplitud, complejidad y opacidad, y se titulizaron toda clase de activos: préstamos no hipotecarios (*Collateralized Loan Obligation, CLO*), bonos (*Collateralized Bond Obligation, CBO*) e incluso bonos de titulización (titulización al cuadrado; *Collateralized Debt Obligation squared, CDO²*), lo que contribuyó a alimentar el apalancamiento excesivo de empresas y familias y la consiguiente burbuja de activos y, finalmente, ocasionó elevadas pérdidas a los inversores. Volveremos sobre ello más adelante.

2.3. Debilidades estructurales en el sistema financiero

La tercera de las variables explicativas de la crisis que estamos revisando, junto a los desequilibrios por balanza de pagos y los tipos de interés reducidos, es la referida a las debilidades estructurales en el sistema financiero.

En su comparecencia ante la *Financial Crisis Inquiry Commission* creada por el Gobierno de los Estados Unidos para examinar las causas de la crisis económica y financiera, el Gobernador de la Reserva Federal, B. BERNANKE⁸, explicó cómo pro-

⁸ BERNANKE, B.S., *Statement by Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before the Financial Crisis Inquiry Commission*. Washington, D.C. September 2, 2010.

blemas que individualmente podrían ser gestionados adecuadamente, pueden dar lugar a una crisis cuando el sistema financiero es suficientemente vulnerable, y describió las vulnerabilidades que afectaban al sistema financiero de los Estados Unidos, explicación que, en mayor o menor medida según los casos, podemos considerar extrapolable al conjunto de los sistemas financieros de los países desarrollados.

Entre estas vulnerabilidades cabría citar: la excesiva dependencia de inestable financiación a corto plazo, especialmente entre las entidades de la llamada banca en la sombra (*shadow banking*⁹); deficiencias en la gestión del riesgo, tanto por parte de los emisores como de los inversores; excesivo apalancamiento¹⁰ (*leverage*) de empresas, familias y entidades financieras; la utilización masiva con fines especulativos de derivados negociados fuera de mercados organizados (*over the counter, OTC*) sin una adecuada capacidad de gestión del riesgo que comporta su uso; lagunas en la regulación y deficiencias en la supervisión financiera, también de manera especial respecto del sistema bancario en la sombra; la ausencia o la ineffectividad de una supervisión macroprudencial; y el problema de las entidades demasiado grandes para dejarlas caer (*too big to fail*¹¹).

La regulación o su ausencia, contribuyeron a la acumulación de riesgos en el sistema, en la medida en que se infravaloraron riesgos como los de contraparte, de mercado o de liquidez, se ignoraron las interconexiones entre entidades de importancia sistémica y se confió en la capacidad de autorregulación de los mercados.

3. La burbuja de activos inmobiliarios

Las condiciones económicas y financieras como las que acabamos de describir, unidas a las expectativas un tanto irracionales acerca del continuado crecimiento del precio de los activos, alimentaron una burbuja en el sector inmobiliario en diversos países como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda o España. Aun con algunas particularidades, España es un claro ejemplo de cómo se formó la burbuja inmobiliaria.

Nuestro país también había acumulado ciertos desequilibrios durante la fase alcista del ciclo económico a la que hicimos referencia en un apartado anterior, relacionados con el mantenimiento de tasas de inflación, alimentadas por sectores no expuestos a la competencia exterior, recurrentemente por encima de la media de la Unión Europea, la pérdida de competitividad de nuestra economía y los elevados

⁹ Shadow Banking: *the system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system*, en la definición dada por el Financial Stability Board.

¹⁰ Apalancamiento, en la terminología financiera, es la utilización de recursos ajenos tomados en préstamo para financiar inversiones, con el fin de obtener el rendimiento a ellas asociado en mayor medida de lo que se conseguiría con la utilización exclusivamente de fondos propios.

¹¹ En palabras del propio BERNANKE: *A too-big-to-fail firm is one whose size, complexity, interconnectedness, and critical functions are such that, should the firm go unexpectedly into liquidation, the rest of the financial system and the economy would face severe adverse consequences.*

déficits por cuenta corriente. A pesar de que la tasa de ahorro se mantuvo estable en proporción al PIB, la inversión creció a mayor ritmo, se orientó de manera significativa hacia el sector de la construcción y promoción inmobiliaria y la diferencia, el déficit, se financió apelando a los mercados exteriores, apelación facilitada por nuestra pertenencia al euro, los bajos tipos de interés, que llegaron a ser negativos en términos reales durante algún periodo, y la escasa discriminación en función del riesgo realizada por los prestamistas.

La inversión en el sector de la construcción y promoción inmobiliaria alcanzó a representar el 22% del PIB (2006). En España se llegaron a construir del orden de ochocientos mil viviendas al año y entre mediados de 2001 y 2006 el precio del metro cuadrado de las viviendas creció ininterrumpidamente a un ritmo superior al 10% anual. Por el lado de la financiación, la tasa de crecimiento del crédito otorgado por las entidades financieras al sector privado fue en algunos ejercicios superior al 25% anual y el nivel de endeudamiento de empresas y familias superó a partir de 2006 el 200% del PIB¹².

III. CRISIS FINANCIERA

1. Crisis de los préstamos *subprime*

La titulización de activos, en la forma en que se desarrolló en Estados Unidos, contenía dos debilidades estructurales potencialmente explosivas. En primer lugar, el hecho de que la entidad que origina el préstamo no retenga el riesgo de crédito derivado del mismo, sino que lo transfiera al vehículo de titulización, da lugar a incentivos perversos: el originador carece de interés en prestar atención a la solvencia del acreditado, por cuanto no sufrirá las consecuencias de haber seleccionado a un mal pagador (el modelo conocido como de “originar para distribuir”, OTD¹³) y, en tanto que sus ingresos vienen determinados por las comisiones en el momento de la originación y no del interés que el deudor habrá de pagar durante la vida del préstamo, lo relevante resulta ser el número de préstamos contratados, cuantos más mejor, y no la calidad de los prestatarios y sus posibilidades de devolver en el futuro las cantidades tomadas en préstamo. Se crearon así toda clase de modalidades de préstamo para adquisición de vivienda, con pagos inicialmente reducidos, incluso nulos, y crecientes con el tiempo, a los que tuvieron acceso acreditados que, atendiendo a su capacidad de pago, no alcanzaban el mínimo exigido con los estándares de solvencia habitua-

¹² Banco de España. Cuentas financieras de la economía española.
<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/0203.pdf>

¹³ El modelo *Originate to Distribute* (OTD) no es el modelo utilizado en España ni, en general, por la banca comercial minorista europea, donde la entidad de crédito originadora sí retiene el riesgo o una parte sustancial del mismo, junto a la administración durante toda la vida del préstamo; es el modelo conocido como de originar para mantener (*Originate to Hold*, OTH).

les (préstamos *subprime*), pero en los que el reembolso del préstamo se consideraba asegurado por un supuesto incremento futuro del valor de la vivienda¹⁴.

La segunda de las debilidades del modelo de titulización en Estados Unidos tiene que ver con el hecho de que algunas variantes de estos vehículos financiaban inversiones a largo plazo con la emisión de instrumentos a corto plazo que se distribuían entre inversores especializados. Es decir, realizaban la transformación de plazos típica de la actividad bancaria, sin contar con una base estable de depósitos minoristas, sino apoyándose, por el contrario, en pasivos altamente volátiles.

2. Crisis de confianza. La quiebra de Lehman Brothers

Cuando hacia 2006 los precios de las viviendas en diversos Estados norteamericanos comenzaron a caer, un número considerable de prestatarios *subprime*, con cuotas periódicas crecientes, se vieron incapaces de atender sus compromisos y, carentes del recurso de pagar la deuda con la venta de la vivienda, porque el valor de mercado de ésta había caído y resultaba ser ya inferior al importe de aquélla, la morosidad (*delinquency*) se disparó.

Como quiera que numerosos vehículos de titulización tenían como subyacente, en una proporción considerable, estos préstamos originados durante el *boom*¹⁵, se plantearon serias dudas respecto del verdadero valor de los títulos que habían emitido; los emitidos con vencimiento a corto plazo no pudieron ser renovados ante la desconfianza de los inversores; los vehículos se vieron en la necesidad de vender activos de manera forzada asumiendo pérdidas; las entidades de crédito que patrocinaban (*sponsor*) los vehículos tuvieron que hacer frente a sus compromisos de aportar liquidez a los mismos (constatándose que la supuesta transferencia de riesgo no había sido tal) y, en suma, se originó una crisis de confianza en el sistema.

El periodo que siguió a la crisis de las hipotecas *subprime*, aproximadamente entre el verano de 2007 y septiembre de 2008, se caracterizó por lo que entonces se consideraron «turbulencias financieras», es decir, un significativo incremento de los tipos de interés y un descenso de la liquidez en los mercados interbancarios de depósitos sin garantías reales. Se trataba en definitiva de una pérdida de confianza,

¹⁴ Conviene precisar que, aun siendo criticable desde un punto de vista financiero, en Estados Unidos esta práctica permitió acceder a la propiedad de una vivienda a un elevado número de familias pertenecientes a los segmentos menos favorecidos de la población (negros, hispanos, ...) que no habrían podido hacerlo en otras circunstancias, y se ha constatado que el disponer de una vivienda en propiedad incrementa considerablemente la integración social y el sentido de pertenecía a la comunidad, disminuye la dependencia de las ayudas sociales, etc. De ahí que, entre las políticas sociales que se proponen, se encuentre el ayudar a estas familias a atender el pago de los préstamos, en lugar de tener que desprenderse de la vivienda.

¹⁵ En 2006, el 23,5% de los préstamos hipotecarios originados en Estados Unidos eran *subprime*; las dos terceras partes fueron titulizados. Véase, *The Financial Crisis Inquiry Report*. January 2011. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

de falta de credibilidad que afectó al conjunto de agentes económicos respecto de la solvencia y la capacidad financiera de las contrapartes, desconfianza alimentada, más que por las pérdidas en sí¹⁶, por el hecho de que los inversores no podían conocer el verdadero alcance que, en el valor de sus títulos, tendría la morosidad de los deudores últimos, tras el proceso de titulización, segregación por tramos, retitulización, etc. El modelo se había vuelto totalmente opaco y sus efectos en los balances de los bancos imprevisibles. La crisis de confianza alcanzó dimensiones dramáticas a nivel mundial con la quiebra de Lehman Brothers.

Lehman Brothers Holding Inc. era uno de los cinco principales bancos de negocios de los Estados Unidos y había sido muy activo en el mercado de titulaciones, patrocinando numerosos vehículos y manteniendo en su balance un considerable volumen de títulos. Cuando la desconfianza se extendió en el mercado, Lehman se enfrentó al hecho de que, si no podía renovar la financiación que había obtenido con vencimientos a corto plazo, tendría que suspender pagos. El Gobierno de los Estados Unidos, ante la imposibilidad de alcanzar una solución negociada, como pocos meses antes había ocurrido con Bear Stearns (comprado *in extremis*, con ayuda pública, por JPMorgan Chase), optó por dejar caer a Lehman, que se declaró en quiebra el 15 de septiembre de 2008.

Lehman era además uno de los principales originadores y contraparte de derivados financieros a nivel mundial, por lo que los efectos de su quiebra alcanzaron a entidades financieras de un elevado número de países. En los días que siguieron la desconfianza era, casi literalmente, absoluta. Los inversores que pudieron dejaron de renovar sus posiciones y retiraron sus fondos y los bancos dejaron de prestarse entre ellos; los agentes financieros que se estaban financiando a corto plazo se enfrentaron a serios problemas de liquidez y las ventas forzadas de activos, en mercados frecuentemente ilíquidos, desencadenaron una espiral de precios a la baja, lo que, a su vez, suponía un mayor desmerecimiento del valor de los activos en los balances bancarios; factores todos ellos que alimentaron la crisis y ayudan a explicar su intensidad y alcance global.

Los bancos centrales tuvieron que actuar ante el colapso del mercado interbancario de depósitos. La Reserva Federal (FED) en Estados Unidos proporcionó elevadas sumas de liquidez a corto plazo, no solo a las entidades de depósito, sino a otros agentes financieros que habitualmente no tienen acceso a las ventanillas de liquidez del banco central, como bancos de inversión y fondos del mercado monetario.

El Banco Central Europeo (BCE) adoptó medidas de emergencia para el suministro de liquidez al sistema crediticio pasando, de hecho, a convertirse en el único operador activo en el mercado, tomando por un lado depósitos de las entidades excedentarias de liquidez y reacias a contraer riesgos con sus contrapartes habituales

¹⁶ De hecho, se calcula que las pérdidas agregadas de valor, directamente imputables al conjunto de hipotecas *subprime* originadas en Estados Unidos, apenas representan una cifra equivalente a las que se registran en un solo día a nivel global en las bolsas de valores. Véase BERNANKE, B.S., *Some reflection on the crisis and the policy response*. New York, 13 April 2012.

y, por otro, incrementando el volumen de sus préstamos a las entidades demandantes de financiación, préstamos en los que, además, se modificaron sus condiciones para adecuarlos a las necesidades del momento: a tipo de interés fijo, a mayor plazo (inicialmente hasta tres meses), sin límite de cantidad por prestatario y ampliando la lista de garantías admisibles.

Estas actuaciones de los bancos centrales dan inicio a un proceso de significativo incremento de sus balances, proceso que ha continuado con las sucesivas medidas adoptadas conforme se ha ido desarrollando la crisis, y que motiva que el balance de los principales bancos centrales del mundo tenga hoy el doble (BCE), tres (FED) y hasta cuatro veces (Banco de Inglaterra) el tamaño que tenía en 2007. Y que, por otra parte, plantea el problema de cómo y cuándo van a deshacer esas posiciones y los efectos que ello tendrá en la economía¹⁷.

Los efectos de la crisis de confianza se dejaron notar con especial intensidad en los países cuyos sistemas financieros habían sido muy activos, ya sea como originadores, ya como inversores, en los mercados de titulaciones, lo que dio lugar a la caída de algunas entidades significativas y a la total o parcial nacionalización o al rescate de otras con ayudas públicas en Alemania (Hypo Real Estate, Commerzbank), Reino Unido (Northern Rock, Royal Bank of Scotland, Lloyds-HBOS), Bélgica (Fortis) y Holanda (ING) entre otros.

IV. CRISIS ECONÓMICA. LA GRAN RECESIÓN

Tras la explosión de la burbuja de activos inmobiliarios y la crisis financiera, agravada tras el episodio de Lehman, la pérdida de confianza en la solidez de los balances de los intermediarios financieros y la consiguiente aversión a contraer riesgos con ellos, la práctica desaparición de algunos de los mercados habituales de financiación bancaria, la contracción de la liquidez a nivel global y la consiguiente disminución de la disponibilidad de crédito para los sectores productivos, dieron paso a una crisis del sector real de la economía, que se manifestó en una fuerte caída de los precios de los activos, tanto reales como financieros, una brusca contracción de la producción a nivel mundial y una reducción de los flujos comerciales internacionales.

La economía de Estados Unidos entró en recesión¹⁸ a finales de 2008 y la del Reino Unido al inicio de 2009. En 2009 el PIB a nivel mundial fue inferior al del ejercicio precedente, con una caída del 3,4% anual para el conjunto de las economías desarrolladas y del 4,4% para los países del área del euro. El impacto de la crisis económica

¹⁷ Lo que incluso ha dado pie a la difusión de un nuevo término financiero: el *tapering*, para referirse a la reducción del tamaño de los programas de expansión cuantitativa de la FED.

Idéntico problema se plantea respecto del futuro vencimiento de los LTRO del Banco Central Europeo.

¹⁸ En la convención generalmente utilizada, una economía se encuentra en recesión tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo de su PIB.

fue muy desigual entre los países, las economías emergentes disminuyeron sus tasas de crecimiento pero, globalmente consideradas, no llegaron a entrar en recesión.

La salida de la recesión también fue muy diferente, con países que superaron la situación rápidamente y con fuerza, mientras que algún otro, como la eurozona, volvió a entrar en recesión poco después, con tasas de variación anual del PIB de nuevo negativas en 2012 y en 2013 y con expectativas de reducido crecimiento, por debajo del 2% anual, para los próximos cinco años.

Las políticas adoptadas por los gobiernos en respuesta a la crisis de la economía real explican, al menos en parte, los desiguales resultados obtenidos. Así, mientras que en los Estados Unidos se pusieron en marcha rápidamente distintos programas de estímulo a la economía, comprometiendo enormes sumas de dinero, en la Unión Europea las desigualdades entre los países de la periferia y del centro, los contrapuestos intereses políticos de los Estados miembros y la inoperancia de las instituciones comunitarias, especialmente cuando de la adopción de medidas de solidaridad interterritorial se trata, dieron pie a su particular crisis en el área del euro a la que nos referiremos a continuación.

En este punto de la crisis, la contribución de los bancos centrales a la superación de la recesión económica se concretó en programas de adquisición de bonos, tanto privados como públicos, con la finalidad de reactivar los mercados y aportar financiación a la agentes económicos que, en el caso de los bancos, alentase la reactivación del crédito. Estas actuaciones provocaron que el tamaño del balance de la Reserva Federal y Banco de Inglaterra se multiplicase por dos respecto de la situación existente a comienzos de 2008 y algo menos en el Banco Central Europeo. En el BCE estas intervenciones se materializaron en dos programas de compras de bonos bancarios garantizados (*covered bonds*, cédulas hipotecarias entre otros) de elevada calificación crediticia emitidos en euros, el primero de ellos iniciado en julio de 2009, y uno de compra de títulos públicos de Estados miembros en dificultades, mucho más tímido este segundo (por los problemas de monetización de la deuda que comporta) y, en conjunto, de alcance mucho más limitado que en otros bancos centrales, dada su preferencia por las operaciones de préstamo a las entidades de crédito. Las actuaciones tenían como objetivo influir sobre los tipos de interés a largo plazo, revitalizando el mercado de *covered bonds*, uno de los instrumentos de financiación más relevantes para los bancos europeos.

En el caso concreto de España, la caída interanual del PIB llegó a ser del 4,5% en el segundo trimestre de 2009 y su evolución ha presentado signo negativo en 15 trimestres, en dos periodos (9 y 6 meses), a lo largo de los últimos 6 años, sin duda la etapa más prolongada de recesión de la democracia. Con datos a diciembre de 2013, nuestro PIB muestra una disminución acumulada del 7,2% sobre el anterior máximo alcanzado en marzo de 2008 y se estima que es un 30% inferior al que se habría alcanzado de mantener la tendencia de crecimiento medio del periodo 1990-2007¹⁹.

¹⁹ MALO DE MOLINA, J. L. *Los componentes financieros de la crisis*. Banco de España. 14 de octubre de 2013.

Los efectos han resultado devastadores para la economía y la sociedad española; la tasa de paro se ha elevado a niveles del 27% de la población activa, con un 50% de desempleados entre los menores de 25 años; se cuentan por decenas de miles las empresas que han cesado su actividad; por primera vez en muchos años la emigración supera en cifras a la llegada de inmigrantes; se han reducido el poder adquisitivo de amplias capas de la población, pensionistas, parados, empleados públicos y asalariados en general; y se cuestionan algunos de los elementos básicos de nuestro limitado estado del bienestar, como el acceso universal a la enseñanza y la sanidad públicas.

V. CRISIS DE LA EUROZONA

1. Rescate de los países periféricos

La crisis financiera y económica afectó, por distintas razones y con diferente intensidad, a varios países de la zona euro de entre los conocidos como periféricos, término un tanto despectivo utilizado para referirse a aquellos Estados miembros de la Unión distintos de los países (centroeuropeos y nórdicos) cuyas economías muestran una mayor fortaleza.

Grecia, con unos elevados desequilibrios en sus cuentas públicas, que a la postre se mostraron mucho peores de las presentadas para justificar su capacidad de acceso a la moneda común (con la inestimable ayuda de Goldman Sachs en el ejercicio de disimulo contable de la realidad²⁰), alertó de sus dificultades para hacer frente al pago de su cuantiosa deuda pública y del elevado riesgo sistémico que ello significaba para la eurozona, en la medida en que una proporción significativa de la misma se encontraba en poder de instituciones financieras europeas.

En abril/mayo de 2010 se instrumentó un primer programa de rescate a Grecia, con un límite inicialmente previsto de hasta ciento diez mil millones de euros, que se materializó en préstamos bilaterales realizados por los Estados miembros del Eurogrupo por cincuenta y tres mil millones de euros (la Eurozona no disponía entonces de esquemas comunes de financiación, activados poco después) y veinte mil millones de euros por parte del Fondo Monetario Internacional.

Apenas unos meses después el rescatado hubo de ser Irlanda. El sistema financiero irlandés, bajo el impulso, entre otros factores, de la reducida fiscalidad que el gobierno utilizó para atraer capitales, experimentó un crecimiento desmesurado en los años de la Gran Moderación, hasta llegar a suponer varias veces el tamaño del PIB del país. Los bancos irlandeses atrajeron recursos de los ahorradores de otros países, como el Reino Unido, e invirtieron masivamente en titulizaciones originadas al otro lado del Atlántico y en actividades relacionadas con el *boom* inmobiliario, tanto el experimentado en el propio país como en las islas británicas en general. El

²⁰ <http://www.invertia.com/noticias/articulo-final.asp?idNoticia=2301859>.

estallido de la crisis originó un nivel de pérdidas tal que supuso la quiebra de sus principales bancos; el gobierno se vio en la necesidad de rescatar a su sistema financiero y garantizar a los acreedores bancarios; el volumen de recursos que necesitó para ello equivalían a la cuarta parte de su PIB²¹ y tuvo que acudir a solicitar, a su vez, el rescate de la Unión Europea.

El rescate de Irlanda se concretó, en diciembre de 2010, en préstamos por un total sesenta y ocho mil millones de euros, otorgados de manera bilateral por varios Estados miembros de la Unión por cinco mil millones de euros, veintidós mil millones de euros por el Fondo Monetario Internacional, otros tantos aportados por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y dieciocho mil millones por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera; a estos dos últimos nos referiremos en un apartado ulterior.

En mayo de 2011, la Unión Europea acordó un programa de ayuda para Portugal por setenta y ocho mil millones de euros, en forma similar a las antes descritas. En términos generales, los rescates estuvieron condicionados al acatamiento por parte del país receptor de una serie de programas de austeridad presupuestaria, materializados en compromisos concretos de reducción de la deuda y el déficit públicos por la vía de incrementar los ingresos fiscales (supresión de la gratuidad de determinados servicios, imposición de tasas, subidas de impuestos...) y la reducción de gastos laborales y asistenciales (reducción de prestaciones, disminución de empleados públicos, recortes salariales...).

Los resultados distan mucho, por el momento, de ser satisfactorios. En términos económicos, las previsiones contenidas en los programas de ajuste no fueron del todo acertadas, se infravaloraron los efectos depresivos sobre el consumo doméstico y el crecimiento, se establecieron objetivos de imposible cumplimiento y la reducción del déficit ha sido mucho menor de la esperada, mientras que la deuda pública representa una proporción creciente del PIB. En el plano social, el desempleo ha alcanzado cifras repetidamente calificadas de intolerables y han sido las capas menos favorecidas de la población las que han tenido que soportar en mayor medida los programas de austeridad, de forma que ha aumentado el número de ciudadanos europeos en riesgo de pobreza, casi en la misma medida en que lo ha hecho la desafección hacia la Unión Europea.

2. Crisis del euro

A lo largo de la segunda mitad de 2011 y, con altibajos, hasta mediados de 2012, en los mercados financieros se extendió la duda acerca de la capacidad de los países periféricos del área del euro, a los que ya abiertamente pasó a denominarse

²¹ El déficit público de Irlanda en el ejercicio 2010 fue del 30,9% de su PIB. Las pérdidas reconocidas como consecuencia del rescate de su sistema financiero representan, en total, el 24% del PIB de 2012.

GIPSIS²², para atender el pago de su cuantiosa deuda pública, cuyo volumen además estaba creciendo a un ritmo considerable ante las dificultades para contener el déficit. Contribuyeron a alimentar esta incertidumbre las ideas contrapuestas de los gobiernos europeos sobre la conveniencia de establecer mecanismos de solidaridad entre los Estados miembros, la lentitud en la toma de decisiones de las instituciones comunitarias, la ineficacia de algunas de las medidas acordadas (Grecia tuvo que ser nuevamente rescatada en marzo de 2012, constatándose la insuficiencia de las ayudas y lo disparatado de las exigencias de ajuste contenidas en el primer programa) y, finalmente, el hecho de que algunos líderes políticos sugiriesen la posibilidad de ruptura de la zona euro²³.

Como resultado de todo ello, los mercados se cuestionaron la continuidad del euro como moneda común y se dispararon las primas de riesgo²⁴ de los países periféricos, es decir de aquellos que tendrían mayores dificultades para atender el pago de su deuda en caso de ruptura. A lo largo de la crisis, uno tras otro, los países en dificultades fueron viendo como sus primas de riesgo alcanzaban máximos históricos: más de 1.000 puntos básicos²⁵ Irlanda a mediados de 2010, 1.500 Portugal y 3.500 Grecia a principios del año siguiente y, en el punto más álgido de la crisis del euro a mediados de 2012, 500 puntos básicos Italia y 600 España.

3. El círculo vicioso deuda soberana / deuda bancaria

En la medida en que los bancos domésticos suelen ser los principales financiadores del Estado en que están establecidos, la elevación del coste de financiación de la deuda pública tiene como consecuencia inmediata el incremento de los costes financieros de los bancos del país y una depreciación del valor de sus activos (la cotización de los títulos de deuda en sus carteras disminuye conforme sube el tipo de interés), dificultades que los bancos trasladan a la economía real en forma de restricción del volumen de crédito y aumento de su precio, afectando negativamente a la actividad, el empleo y el crecimiento.

Se genera así un círculo vicioso en el que algunos bancos comienzan a tener pérdidas en su actividad, entran en problemas de solvencia y tienen que ser rescatados

²² Término homónimo de *gypsies* (gitanos en inglés) para referirse a Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia.

²³ Véase: BANCO DE ESPAÑA. «La crisis del área del euro». *Informe Anual*, 2012

²⁴ La prima de riesgo representa el sobreprecio en términos de tipo de interés anual que, por razón de su solvencia, un emisor (un Estado en este caso) debe pagar para colocar en el mercado sus títulos de deuda, en comparación con un título de características similares tomado como referencia por ser considerado libre de riesgo o de riesgo muy bajo. En la UEM el título de referencia habitualmente utilizado para la deuda pública es el bono alemán a 10 años.

²⁵ 100 puntos básicos equivalen a 1 punto porcentual, es decir un 1% de interés anual. Así, el que la prima de riesgo de un país del área del euro sea de 1.000 puntos básicos significa que habrá de pagar por su deuda a 10 años un interés anual 10 puntos porcentuales más que Alemania.

por su soberano. Al incremento del gasto ocasionado por los rescates bancarios, se une la reducción de los ingresos públicos derivados de la menor actividad económica, con lo que el déficit se dispara, la deuda aumenta y la confianza en la capacidad del Estado para reembolsarla se resiente; los mercados reaccionan incrementando la rentabilidad exigida a la deuda pública, alimentando nuevamente esa «espiral diabólica».

Este fenómeno ha evidenciado la inexistencia de un auténtico mercado único de servicios financieros en el seno de la Eurozona. El mercado asigna valoraciones distintas a activos financieros similares en función de la nacionalidad del emisor, es decir, hay un componente de riesgo-país, intrazona; algo abiertamente contrario a una Unión Monetaria. El coste de financiación de las entidades de crédito depende del Estado de origen, y con ello, la disponibilidad de crédito y el coste de financiación de los agentes económicos privados (las empresas y las familias) resultan ser distintos en los diferentes Estados de la Unión; el mercado está fragmentado y se produce un deficiente funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que contribuye aún más a alimentar los desequilibrios entre países.

La propuesta de Unión Bancaria, a la que nos referiremos más adelante, busca eliminar el componente de riesgo-país intrazona, de forma que el coste de financiación de bancos, empresas y familias sea exclusivamente función de sus propios niveles de solvencia, rentabilidad o capacidad de generar recursos con los que atender sus compromisos, con absoluta independencia de su localización geográfica dentro de la Unión.

4. LA CRISIS FINANCIERA EN ESPAÑA. LA REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA CREDITICIO

El principal rasgo distintivo de la crisis en España, tanto en el plano de la economía real al que hemos ido haciendo referencia, como en el específicamente financiero, ha sido su estrecha vinculación con la evolución del sector inmobiliario, que había sido el principal motor de crecimiento en los años de bonanza, lo que explica, en el primer caso, la dificultad para remontar la recesión o lo elevado de las cifras de desempleo y, en el segundo, en buena medida, la crisis del sistema crediticio español que ha afectado de manera especial al sector de las cajas de ahorros.

Como ya comentamos en un apartado anterior, durante la fase expansiva del ciclo económico una proporción muy significativa de la inversión en España se orientó hacia la actividad inmobiliaria. Tanto la promoción y construcción inmobiliaria, como la adquisición de las viviendas terminadas, fue financiada mayoritariamente por las entidades de crédito españolas que, ante la insuficiencia del ahorro doméstico, recurrieron a la captación de recursos en mercados mayoristas en el exterior.

Frente a lo que había sido su tradicional modelo de negocio basado en la captación del ahorro local y regional en forma de depósitos minoristas y su inversión en las actividades productivas de su área de influencia, las cajas de ahorros se lanza-

ron a un fuerte proceso de expansión nacional, en algún caso incluso internacional, impulsadas por el crecimiento del negocio inmobiliario, el acceso fácil a la financiación exterior y los elevados beneficios proporcionados por esta forma de intermediación no exenta de riesgo. En términos agregados, las cajas de ahorros pasaron de ser prestamistas habituales en el mercado interbancario, a estar sobreinvertidas y resultar tomadores netos de recursos financieros procedentes del exterior.

La excesiva concentración de riesgos en el sector de la construcción y promoción; la elevada dependencia de los mercados mayoristas de financiación; deficiencias en los sistemas de control y gestión del riesgo; un modelo de gobierno corporativo excesivamente vulnerable a los intereses políticos regionales; determinados excesos amparados en la ausencia o la ineficacia de los mecanismos de control interno; algún fallo en el régimen de supervisión prudencial y, también, en algunos casos una gestión empresarial honesta pero desafortunada, ayudan a explicar la intensidad con que la crisis afectó a las cajas de ahorros españolas. Si a ello añadimos la imposibilidad de acudir a la captación de capital en el mercado, dada su naturaleza fundacional, el resultado es que, con el desplome de la actividad económica, las pérdidas derivadas de la morosidad hipotecaria alcanzaron un nivel tal que superaron los recursos propios de un elevado número de cajas de ahorros y, ante el elevado riesgo sistémico que ello implicaba, obligaron a su reestructuración con fondos públicos y a la reordenación del sector en su conjunto.

Tras un primer intento de agrupación de cajas de ahorros en los conocidos como SIP (intento a la postre fallido en la mayoría de los casos por cuanto las agregaciones obedecieron más a intereses políticos locales que a criterios económicos)²⁶, el proceso de reestructuración del sistema crediticio español se ha desarrollado en torno a tres líneas de actuación:

- La reformulación del modelo de cajas de ahorros. Si bien es evidente que la crisis ha afectado también a bancos privados y cooperativas de crédito y que no todas las cajas han resultado fallidas, algunas de hecho han tenido un desempeño más que notable durante este tiempo, lo cierto es que el modelo español de cajas de ahorros no ha sobrevivido a esta crisis. Tras el Real Decreto-ley 11/2010²⁷ y, en espe-

²⁶ Sistema Institucional de Protección (SIP). Se trata de una figura en la que, idealmente, una entidad fuerte, solvente, bien gestionada y generalmente mayor, lidera a una o más entidades más débiles, poniendo en común la mejor gestión de riesgos y ciertos mecanismos de solidaridad en capital, liquidez y beneficios, sin llegar a constituir un grupo económico (no se cede el control a la entidad líder). Se espera que con ello el resultado agregado sea mejor que el que obtendrían las entidades, especialmente las más débiles, por separado.

Si, en contra de lo razonable, en un SIP se agrupan varias entidades todas ellas «enfermas», el resultado no puede ser otro que un ente también enfermo, pero más grande y por tanto más difícil de resolver llegado el caso.

Respecto de la configuración jurídica de los SIP, véase: MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, F. «Estructuras de integración contractuales entre entidades de crédito. Los denominados sistemas institucionales de protección». *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 7, 2010.

²⁷ Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros (BOE de 13) (Corrección de errores BOE de 17).

cial, la Ley 26/2013²⁸, las cajas de ahorros (todas excepto dos de reducido tamaño) habrán transferido la totalidad de su actividad bancaria a una entidad con la forma jurídica de banco y se transformarán ellas mismas en fundaciones ordinarias o en fundaciones bancarias²⁹, con ciertas limitaciones en cuanto a su participación en el capital de aquel y con órganos de gobierno diferenciados.

- El incremento de los requerimientos de capital de las entidades de crédito. La crisis evidenció que el sistema bancario a nivel mundial estaba trabajando con reducidos niveles de capital y con instrumentos de dudosa calidad en lo que a su capacidad de absorción de pérdidas con la empresa en funcionamiento se refiere. Para atajar esta situación, en el inmediato futuro los bancos habrán de acomodarse a los nuevos y mucho más exigentes estándares internacionales en la materia emanados del Comité de Basilea (Basilea III). Mientras esto se ha ido concretando en normas jurídicas de obligado cumplimiento (un Reglamento UE) y se producía su entrada en vigor (1 de enero de 2014), desde el inicio de la crisis se ha venido formulando un progresivo incremento de las exigencias de capital bancario. En España, en el marco de las actuaciones desarrolladas por las instituciones comunitarias, estas mayores exigencias se han derivado, por un lado, de la imposición de un requerimiento transitorio de mantener un nivel mínimo de capital de máxima calidad (capital principal)³⁰, sensiblemente superior al existente con anterioridad y, por otro, de los resultados de pruebas de esfuerzo (*stress test*) realizadas recurrentemente en los últimos años bajo la coordinación de la Autoridad Bancaria Europea, que han ido evidenciando qué entidades tenían mayores necesidad de capital.

- El establecimiento de un régimen de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Régimen que se ha ido construyendo en varias etapas a medida que se desarrollaba la crisis, desde el Real Decreto-ley 9/2009³¹ que dio lugar a la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), ente público encargado inicialmente de la reestructuración de las entidades en dificultades y la administración de los fondos públicos aplicados a este fin, hasta la Ley 9/2012³² de resolución de entidades de crédito que, anticipándose a la futura Directiva comunitaria en la materia, constituye la pieza básica del régimen, otorgando específicas potestades a las autoridades de supervisión y resolución, fijando los supuestos de hecho que habilitan su intervención y estableciendo un régimen administrativo de resolución de entidades de crédito,

²⁸ Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.

²⁹ Definidas en la Ley 26/2013: *Se entenderá por fundación bancaria aquella que mantenga una participación en una entidad de crédito que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, un 10 por ciento del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que le permita nombrar o destituir algún miembro de su órgano de administración.*

³⁰ Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero (BOE de 19) (Corrección de errores BOE de 26).

³¹ Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (BOE de 27) (Corrección de errores BOE de 30).

³² Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (BOE de 15).

alternativo y preferible al procedimiento concursal ordinario. Entre ambos momentos, se ha procedido a reformar el Fondo de Garantía de Depósitos³³, fusionando en uno los hasta entonces tres fondos existentes (de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y, en julio de 2012, el Gobierno de España suscribió el Memorando de entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera (conocido como MoU por sus siglas en inglés), en virtud del cual nuestro país recibió asistencia financiera en forma de préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) por hasta cien mil millones de euros, para la reestructuración del sistema financiero.

El proceso de reestructuración del sistema financiero español alcanzó su penúltima fase con la evaluación externa realizada, a instancia de nuestros socios comunitarios, por expertos independientes en el verano de 2012, cuyas conclusiones cifraban unas eventuales necesidades de capital de entre veintisiete y cincuenta y siete mil millones de euros, dependiendo del escenario proyectado, para el conjunto del sistema crediticio español, y que llevaron a diferenciar a las entidades analizadas en cuatro grupos, atendiendo a sus necesidades de capital: un grupo de entidades solventes, bien capitalizadas incluso en un hipotético futuro escenario adverso; un segundo grupo en el que sus reducidas necesidades adicionales de capital podrían ser cubiertas por sus propios medios o apelando al mercado, como de hecho ocurrió poco después; y dos grupos en los que fue necesaria la intervención del FROB con aportaciones, en algunos casos adicionales a las realizadas previamente, en forma ya sea de obligaciones convertibles para las entidades consideradas viables, ya sea mediante la toma de participaciones mayoritarias de capital en el caso de las que resultaban inviables o presentaban riesgo sistémico. A este fin se destinaron los aproximadamente cuarenta mil millones de euros (de los cien mil disponibles) que el Gobierno de España recibió en préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

A lo largo del último año, conforme al calendario previsto en el MoU, las entidades inmersas en procedimientos de reestructuración o resolución han procedido a transferir a la SAREB³⁴ los activos problemáticos (préstamos e inmuebles) derivados de sus riesgos con el sector inmobiliario y se han llevado a cabo los ejercicios de gestión de instrumentos híbridos (participaciones preferentes y obligaciones subordinadas), expresión utilizada para referirse al procedimiento de asignar a los tenedores de dichos instrumentos (mediante quita del principal o canje por acciones) una parte de las pérdidas de las entidades emisoras de los mismos que han sido socorridas con aportaciones del FROB, atendiendo a la exigencia comunitaria de reparto de la carga (*burden sharing*) entre accionistas y acreedores con carácter previo a la recepción de ayudas públicas.

³³ Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (*BOE* de 15).

En octubre de 2008, el Real Decreto 1642/2008 elevó la cobertura de los Fondos a 100.000 euros por depositante y entidad.

³⁴ Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), regulada por el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos (*BOE* de 16).

En el momento de cerrar la redacción de este artículo, tras las fusiones y adquisiciones de entidades en dificultades ya materializadas (UNNIM, CAM, Cívica, Caja 3, Banco de Valencia, Banco Gallego...), se encuentra en su fase final el proceso de venta por parte del FROB de dos entidades (NCG Banco³⁵ y Catalunya Banc) mediante un procedimiento competitivo abierto; también finalizándose la integración de una tercera (CEISS) en un grupo mayor (Unicaja); el FROB mantiene en tres entidades participaciones preferentes convertibles que habrán de ser reembolsadas por aquellas en los plazos previstos; y dos entidades más permanecen por el momento con mayoría de capital público (Bankia y BMN)³⁶. Con ello, el programa de ayuda de la Unión Europea para la reestructuración de nuestro sistema financiero se dio prácticamente por concluido el pasado mes de noviembre³⁷.

VI. RESPUESTA DE LA UNIÓN EUROPEA A LA CRISIS

La respuesta de la Unión Europea para emprender la salida de la crisis y romper el círculo vicioso integrado por las débiles perspectivas de la economía de la zona, la crisis de deuda soberana y las debilidades del sector financiero ha sido la actuación en un triple frente³⁸: las reformas estructurales y los ajustes acometidos por los gobiernos nacionales de los Estados miembros; las activación de medidas extraordinarias por el Banco Central Europeo; y la hoja de ruta hacia una genuina unión económica que incorpora la unión bancaria, la unión fiscal y, ya que no una auténtica unión política, al menos el reforzamiento de la legitimidad democrática.

1. Estados miembros. Ayudas públicas y reformas estructurales

Los Estados miembros han venido desarrollando a lo largo de la crisis muy distintos programas de estímulo a la economía, comprometiendo recursos públicos con la finalidad de detener la recesión e impulsar el crecimiento económico. No exclusivamente, pero sí de manera muy significativa, una parte sustancial de estas iniciativas han estado orientadas al rescate de los respectivos sistemas financieros, muy

³⁵ Adjudicada por el FROB el 18 de diciembre de 2013 al Banco Etcheverría S.A./Grupo Banesco por 1.003 millones de euros.

<http://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/Reestructuracion-SectorFinanciero/Arc/Fic/frob181213.pdf>

³⁶ La evolución de la totalidad del proceso se puede seguir en un apartado de la página web del Banco de España dedicado a «La reestructuración del sistema financiero en España».

<http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/infointeres/reestructuracion/>

³⁷ Véase, Statement by the Eurogroup on Spain, 14/11/2013.

<http://eurozone.europa.eu/newsroom/news/2013/11/statement-by-the-eurogroup-on-spain/>

³⁸ MALO DE MOLINA, J. L. «La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis». *Boletín Económico*, julio-agosto 2013. Banco de España.

afectados, en unos casos, por el contagio global que supuso la crisis de las hipotecas *subprime* y la quiebra de Lehman Brothers; en otros, por el estallido de las respectivas burbujas inmobiliarias; y en algunos, finalmente, por la crisis de deuda de su soberano.

El artículo 107 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que *serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones*. No obstante, se recogen en el mismo artículo (apartado 3.b) determinadas excepciones a este principio cuando las ayudas están destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro; y se habilita a la Comisión (artículo 108) para examinar los regímenes de ayudas existentes en los Estados miembros, determinar su compatibilidad con el mercado interior y proponer las medidas apropiadas para el correcto funcionamiento de éste.

En el desarrollo de este cometido, la Comisión Europea ha venido emitiendo una serie de Comunicaciones³⁹, hasta siete, a través de las cuales se ha proporcionado orientación detallada sobre los criterios de compatibilidad con el mercado interior de la ayuda estatal concedida al sector financiero durante la crisis financiera⁴⁰.

Al amparo de este régimen, el volumen de los auxilios concedidos al sector financiero en la Unión en forma de ayudas públicas de capital han ascendido a más de seiscientos setenta mil millones de euros, lo que representa del orden del 5% de PIB

³⁹ Comunicación de la Comisión relativa a la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial («Comunicación bancaria de 2008») (DO C 270 de 25.10.2008, p. 8); Comunicación de la Comisión - La recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de las ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos de la competencia («Comunicación de recapitalización») (DO C 10 de 15.1.2009, p. 2); Comunicación de la Comisión sobre el tratamiento de los activos cuyo valor ha sufrido un deterioro en el sector bancario comunitario («Comunicación sobre activos deteriorados») (DO C 72 de 26.3.2009, p. 1); Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales («Comunicación de reestructuración») (DO C 195 de 19.8.2009, p. 9); Comunicación de la Comisión relativa a la aplicación, a partir del 1 de enero de 2011, de las normas sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo a los bancos en el contexto de la crisis financiera («Comunicación prorrogativa de 2010») (DO C 329 de 7.12.2010, p. 7); Comunicación de la Comisión sobre la aplicación, a partir del 1 de enero de 2012, de las normas sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo a los bancos en el contexto de la crisis financiera («Comunicación prorrogativa de 2011») (DO C 356 de 6.12.2011, p. 7) y Comunicación de la Comisión sobre la aplicación, a partir del 1 de agosto de 2013, de la normativa sobre ayudas estatales a las medidas de apoyo en favor de los bancos en el contexto de la crisis financiera («Comunicación bancaria») (DO C 216 de 31.7.2013, p. 1).

⁴⁰ Sobre el régimen comunitario de ayudas a la banca, véase: URÍA FERNÁNDEZ, FRANCISCO. «Crisis financiera, mecanismos de apoyo a las entidades de crédito en dificultades y derecho de la competencia». *Estabilidad Financiera* nº 18, mayo 2010, Banco de España; y MORENO GONZÁLEZ, SATURNINA. «Los fondos públicos al sector bancario y el régimen de ayudas de estado». *Perspectivas del Sistema Financiero* nº 101, 2011, FUNCAS.

agregado. España, con unos cincuenta y cuatro mil millones de euros, estaría situada en la media de la Unión Europea en relación a su PIB y, desde luego, muy alejada de los Estados miembros con mayor cuantía de ayudas, tanto en valores absolutos, Alemania (doscientos ochenta y cinco mil millones de euros; 10,8%/PIB) o Reino Unido (ciento cuarenta mil millones; 7,4%/PIB), como en proporción al PIB, Grecia (treinta y seis mil millones; 18,4%/PIB) e Irlanda (cuarenta y seis mil millones; 24,2%/PIB). Adicionalmente a las ayudas en forma de capital, los Estados miembros han desarrollado programas de compra de activos, concesión de garantías, etc, que en el caso de España se han concretado en avales a la emisión de títulos de deuda (unos ciento ocho mil millones), adquisición de activos financieros de elevada calidad (diecinueve mil millones), asunción de pérdidas por el Fondo de Garantía de Depósitos (aproximadamente trece mil millones de euros) y concesión de esquemas de protección de activos (por hasta veintitrés mil millones de euros)⁴¹.

Una vez saneados los sistemas financieros, ¿qué han hecho los Estados y qué queda por hacer para superar la crisis? En el caso de los países que, como España, han acumulado desequilibrios en los años de crecimiento, las principales tareas acometidas por los Gobiernos han sido, y continúan siendo, la consolidación fiscal y la realización de reformas estructurales.

Por lo que se refiere a las reformas estructurales, en la mayoría de los casos de corte liberalizador, se justifican por la necesidad de eliminar determinadas rigideces en los mercados, incluyendo el de trabajo, realizar una más eficiente asignación de los recursos, elevar la competitividad de la economía, fomentar el emprendimiento, eliminar trabas burocráticas a la actividad económica y, en último término, cabe esperar, reducir el desempleo.

En cuanto a la consolidación fiscal, su principal objetivo es conseguir la reducción del elevado déficit público y la contención de los niveles de deuda, con la adopción de medidas tendentes, por una parte, a incrementar los ingresos, muy mermados durante la crisis como consecuencia de la reducción de la actividad económica y, por otra, a reducir el gasto público, tanto el meramente coyuntural derivado de la propia crisis, como ocurre con las prestaciones por desempleo, como el estructural, directamente relacionado con el tamaño del Estado y los niveles de prestaciones que este proporciona a los ciudadanos.

En este contexto de mayores requerimientos de rigor fiscal se enmarca la reforma de la Constitución española llevada a cabo en septiembre de 2011⁴², consagrando el principio de estabilidad presupuestaria de las administraciones públicas y estableciendo límites al déficit estructural y al volumen de deuda pública en los niveles estable-

⁴¹ Sobre el coste de la crisis, véanse: MARTÍN FERNÁNDEZ, Miguel. El coste de las crisis financieras. Presentación en el Encuentro APIE. Universidad Menéndez Pelayo, Santander, 20 de junio de 2013. AEB. <http://www.aebanca.es/cs/groups/public/documents/presentaciones/01-201303129.pdf> y MAUDOS, Joaquín. «State aid to Spain's banking sector in the EU context». *SEFO Spanish Economic and Financial Outlook*. Volume 2, Number 5, September 2013. FUNCAS

⁴² Reforma del artículo 135 de la Constitución Española, de 27 de septiembre de 2011 (*BOE* de 27).

cidos, en su caso, por la Unión Europea para sus Estados miembros, límites que sólo podrán superarse en circunstancias extraordinarias que pudiesen afectar seriamente a la situación financiera o la sostenibilidad económica o social del Estado.

2. Banco Central Europeo

Las actuaciones del Banco Central Europeo (BCE) a lo largo de la crisis se han desarrollado en un doble plano: suministrar liquidez al sistema financiero y aportar confianza a los mercados. Ya hemos hecho referencia a algunas de las medidas adoptadas para incrementar la liquidez disponible por las entidades de crédito de la eurozona, modificando y ampliando el régimen de préstamos a los bancos mediante subastas a tipo fijo y sin límite de cantidades; incrementando y flexibilizando los tipos de colaterales admisibles; y aumentando progresivamente los plazos de vencimiento de las operaciones, desde los iniciales tres meses hasta los tres años de las conocidas como *Longer-Term Refinancing Operations* (LTRO).

Adicionalmente, el BCE ha desarrollado dos programas de compra de *covered bonds*, con la finalidad de dinamizar un mercado fundamental para la financiación bancaria muy deprimido con la crisis, y ha diseñado un programa (*Outright Monetary Transactions*, OMT) de compra en el mercado secundario de deuda pública de Estados miembros en dificultades, de forma concertada con el MEDE, previa solicitud del Estado y sometido a condicionalidad; decisión que ha supuesto una señal inequívoca del BCE a favor de la estabilidad del euro.

Medidas en muchos casos inusuales que no forman parte del conjunto de instrumentos habitualmente utilizados en lo que constituye la misión encomendada por los Tratados al BCE, que no es otra que el mantenimiento de la estabilidad de precios, encaminadas a preservar la estabilidad financiera en el área del euro y a aportar confianza a los mercados. Y es en este plano de la confianza en el que la intervención del Banco Central Europeo ha jugado un papel trascendental en la resolución de las dudas que ensombrecieron la continuidad del euro como moneda común. Más concretamente, las declaraciones de su Presidente en julio de 2012 manifestando la disposición del BCE para hacer lo que hiciese falta para preservar el euro⁴³ y en septiembre de ese mismo año respecto de la posibilidad de que el BCE interviniese mediante Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de bonos soberanos de la zona del euro⁴⁴ tuvieron un efecto balsámico en los mercados de deuda pública y las primas de riesgo

⁴³ «..., the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough». Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London. 26 July 2012.

⁴⁴ «OMTs will enable us to address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro». Mario DRAGHI, President of the ECB; Vítor CONSTÂNCIO, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 6 September 2012.

de los países periféricos retornaron a niveles probablemente más acordes con sus niveles de solvencia, pero ya desprovistas del riesgo de salida del euro (riesgo de redenominación)⁴⁵.

3. Unión Europea. La Unión Bancaria

Desde el inicio de la crisis, la Unión Europea ha desplegado una serie de medidas de muy distinta naturaleza; abordarlas en su totalidad excedería los límites de este artículo, por lo que nos referiremos a continuación exclusivamente a aquellas más directamente relacionadas con la crisis financiera: las reformas en la legislación comunitaria en esta materia, el sistema europeo de supervisión, los mecanismos de respaldo financiero y las propuestas de reforma de la Unión Económica y Monetaria.

3.1. Reformas legislativas

En primer lugar, la Unión ha acometido un programa de reformas legislativas referidas al sistema financiero de unas dimensiones verdaderamente colosales, que se ha materializado en torno a una docena de entre Reglamentos y Directivas ya aprobados y en las aproximadamente catorce Directivas y unos diez Reglamentos que en estos momentos se encuentran en diferentes fase de tramitación del procedimiento legislativo, referidos a muy distintos aspectos de la regulación de las entidades, los mercados y los instrumentos financieros, la protección de los usuarios, las agencias de calificación crediticia, la tributación de las operaciones o el blanqueo de capitales, por citar algunos de ellos.

De entre los primeros, los ya aprobados, cabría resaltar por su trascendencia: la Directiva sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio, conocida como Solvencia II ⁴⁶; en el ámbito de los mercados de valores, el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, conocido como EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*)⁴⁷; y en el sector bancario, el Reglamento y la Directiva de requerimientos de capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión,

⁴⁵ Entre esas dos fechas, la prima de riesgo de España disminuyó desde su máximo de 638 puntos básicos el 24 de julio a 411 puntos básicos el 7 de septiembre.

⁴⁶ Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). (DOUE de 17 de diciembre).

⁴⁷ Reglamento (UE) n° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DOUE de 27).

conocidos conjuntamente como CRR/CRD IV⁴⁸, trasponiendo al ordenamiento jurídico de la Unión los acuerdos internacionales en materia de solvencia bancaria de Basilea III; y el Reglamento por el que se atribuye al Banco Central Europeo las competencias en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito (*Single Supervisory Mechanism Regulation, SSM*)⁴⁹.

En cuanto a los procedimientos legislativos en tramitación, se encuentran en una fase avanzada las propuestas de Directiva de recuperación y resolución de entidades de crédito (*Banking Recovery and Resolution Directive, BRRD*)⁵⁰, de modificación de la Directiva de sistemas de garantía de depósito (*Deposit Guarantee Schemes Directive, DGS*)⁵¹ y de Reglamento estableciendo un mecanismo único de resolución de entidades de crédito (*Single Resolution Mechanism, SRM*)^{52,53}.

3.2. Sistema europeo de supervisión financiera

Un segundo aspecto de las actuaciones de la Unión Europea es el relacionado con el establecimiento del sistema europeo de supervisión financiera, siguiendo el esquema diseñado por el grupo de expertos liderados por Jacques DE LAROISIÈRE a los que la Comisión confirió en 2008 el mandato de asesorar sobre el futuro de la legislación y la supervisión comunitarias en materia financiera⁵⁴. El sistema, del que también son partícipes el conjunto de bancos centrales y autoridades de supervisión nacionales, se concretó en la creación y puesta en funcionamiento en 2010 de la Jun-

⁴⁸ Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012; y Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se deroga las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (*DOUE* de 27 ambos).

⁴⁹ Reglamento (UE) N° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. (*DOUE* de 29).

⁵⁰ Comisión Europea. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se establece un marco para el rescate y la resolución de entidades de crédito y empresas de inversión, Bruselas, 6.6.2012. COM(2012) 280 final. 2012/0150 (COD).

⁵¹ Comisión Europea. Propuesta de Directiva .../.../UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los sistemas de garantía de depósitos [refundición]. Bruselas, 12.7.2010. COM(2010)368 final. 2010/0207 (COD).

⁵² Comisión Europea. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la 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. Bruselas, 10.7.2013. COM(2013) 520 final. 2013/0253 (COD).

⁵³ Las tres propuestas fueron aprobadas por el Parlamento Europeo en su sesión de 15 de abril de 2014.

⁵⁴ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report. Brussels, 25 February 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf [Informe Larosièrè]

ta Europea de Riesgo Sistémico y tres nuevas autoridades europeas de supervisión: la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados⁵⁵.

3.3. Mecanismos de respaldo financiero

La tercera línea de actuación comunitaria, impulsada en este caso por los efectos de la crisis en las cuentas públicas de los países periféricos, es la relativa a la puesta en marcha de mecanismos europeos de respaldo financiero. El artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea incorpora la conocida como «regla de no *bail-out*», en el sentido de que ni los Estados miembros ni la propia Unión asumen ni responden de los compromisos de otro Estado miembro, descartándose la posibilidad de que un Estado deba ser rescatado por los demás. Esto hace necesario activar, en cada caso sometidos al cumplimiento de ciertas condiciones⁵⁶, programas concretos de ayuda a países en dificultades que no impliquen una garantía solidaria y universal por parte de los demás Estados o de la Unión.

Desde el inicio de la crisis, estos programas, a solicitud de los Estados afectados, se han llevado a cabo mediante tres instrumentos:

- El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (*European Financial Stabilisation Mechanism*; EFSM) que permite a la Comisión captar fondos en el mercado con garantía de la Unión y prestarlos a un Estado miembro, de forma que solo en

⁵⁵ Reglamento (UE) n° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (*DOUE* de 15 de diciembre)

Reglamento (UE) n° 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión (*DOUE* de 15 de diciembre)

Reglamento (UE) n° 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión (*DOUE* de 15 de diciembre)

Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (*DOUE* de 15 de diciembre)

⁵⁶ Véase la Decisión del Consejo Europeo de 25 de marzo de 2011 que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro (2011/199/UE) (*DOUE* de 6 de abril), que supuso de la modificación del Tratado de Funcionamiento de la Unión, mediante la adición de un nuevo apartado 3 al artículo 136: «*Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas.*».

caso de impago del Estado prestatario último el mecanismo tendría impacto en el presupuesto comunitario. El EFSM se ha utilizado en los programas de ayuda a Irlanda y Portugal.

- La Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (*European Financial Stability Facility*; EFSF), referido en este caso exclusivamente a los Estados miembros del área del euro, con mucha mayor capacidad que el EFSM, de vida limitada (hasta junio de 2013) y que, con forma jurídica de SPV⁵⁷, capta directamente fondos en el mercado mediante la emisión de bonos con garantía de los Estados miembros partícipes. Fue utilizado en los rescates a Grecia II⁵⁸, Irlanda y Portugal.

- El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) (*European Stability Mechanism*; ESM)⁵⁹, sustituto del anterior a partir de junio de 2013, fue creado por un Tratado suscrito por los Estados del euroárea⁶⁰. Adopta la forma jurídica de institución intergubernamental, a la que los Estados partícipes aportan no solo garantías a la emisión de títulos sino también capital, incrementando con ello su capacidad de endeudamiento. Las posibilidades de actuación del MEDE alcanzan, además de proporcionar préstamos a los Estados del área del euro en dificultades, a intervenir en los mercados de deuda, aportar garantías parciales a las emisiones de deuda de los Estados, participar junto a inversores privados (*Co-Investment Fund*) en fondos de inversión en deuda pública y financiar a los gobiernos para la recapitalización de sus sistemas financieros. Esta última posibilidad fue la utilizada por España para obtener del MEDE financiación en condiciones ventajosas, por hasta cien mil millones de euros, para la reestructuración del sistema financiero español.

3.4. «Towards a genuine Economic and Monetary Union»

En junio de 2012, el Presidente del Consejo Europeo, Herman VAN ROMPUY, presentó un Informe⁶¹, elaborado en colaboración con los presidentes de la Comisión, el Eurogrupo y el BCE, con una serie de propuestas para avanzar, a lo largo de la próxima década, hacia una Unión Económica y Monetaria reforzada, que pueda contribuir mejor al crecimiento, el empleo y la estabilidad.

El Informe, ampliado y completado con una precisa hoja de ruta en diciembre de 2012⁶² contempla un conjunto de acciones, agrupadas en cuatro bloques, que los Es-

⁵⁷ Compañía privada constituida conforme a la legislación luxemburguesa.

⁵⁸ El primer rescate a Grecia se instrumentó mediante préstamos bilaterales de los Estados miembros.

⁵⁹ Véase: BANCO CENTRAL EUROPEO. «El Mecanismo Europeo de Estabilidad». *Boletín Mensual*, julio 2011.

⁶⁰ <http://www.european-council.europa.eu/media/582311/05-tesm2.en12.pdf>.

⁶¹ VAN ROMPUY, H. Towards a genuine Economic and Monetary Union. Brussels, 26 June 2012. http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf.

⁶² VAN ROMPUY, H. Towards a genuine Economic and Monetary Union. 5 December 2012. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

tados miembros que tienen el euro como moneda común consideran necesarias para asegurar la estabilidad e integridad de la Unión Económica y Monetaria, así como el compromiso político para implementarlas conforme a la hoja de ruta propuesta:

- Unión Bancaria. Un marco financiero integrado que asegure la estabilidad financiera en el área del euro en particular y minimice el coste de las crisis bancarias para los ciudadanos europeos, eleve la responsabilidad de la supervisión a nivel europeo, proporcione mecanismos comunes para resolver bancos y garantice los depósitos de los clientes.

- Unión Fiscal. Un marco presupuestario para asegurar una sana política fiscal a nivel nacional y europeo, que incluya coordinación, toma conjunta de decisiones, mayor vigilancia del cumplimiento y los pasos adecuados hacia la emisión común de deuda, y que podría incluir también diferentes formas de solidaridad fiscal.

- Unión Económica. Un marco integrado de política económica, para la coordinación sistemática *ex ante* de las principales políticas económica (tal como se prevé en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza⁶³) y que contenga mecanismos suficientes para asegurar que las políticas nacionales y europeas promueven el crecimiento sostenible, el empleo y la competitividad, y son compatibles con el adecuado funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

- Fortalecimiento de la legitimidad democrática. Con el fin de asegurar la necesaria legitimidad democrática y responsabilidad en el proceso de toma de decisiones, basada en el ejercicio conjunto de la soberanía para las políticas comunes y la solidaridad.

Con la finalidad de romper el círculo vicioso entre deuda soberana y deuda bancaria y acabar con la fragmentación financiera dentro del área del euro, la Unión Bancaria es, probablemente, el bloque en el que más se ha avanzado, aunque con diferentes niveles de realización en sus componentes:

- *Single Rule Book*. En junio de 2013 se aprobaron el Reglamento y la Directiva de requerimientos de capital de las entidades de crédito (CRR/CRD IV) y, en desarrollo de estos, la Autoridad Bancaria Europea está elaborando los borradores de Normas Técnicas de Regulación y de Ejecución, que habrán de ser aprobadas por la Comisión en forma de Reglamentos para su entrada en vigor a partir del 1 de enero de 2014; normas que, en conjunto, forman el bloque de la regulación aplicable de manera completamente armonizada a la totalidad de entidades de crédito de la Unión Europea⁶⁴.

- *Single Supervisory Mechanism (SSM)*. En octubre de 2013 se aprobó el Reglamento 1024/2013 que encomienda al Banco Central Europeo la supervisión prudencial de la totalidad de las entidades de crédito del área del euro, competencias

⁶³ http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf

⁶⁴ El *Single Rule Book* aunque no es exclusivo del área del euro, sino aplicable a la totalidad de entidades de la Unión Europea, lo hemos incluido, no obstante, en este apartado por entender que constituye igualmente uno de los elementos esenciales de la Unión Bancaria.

que comenzará a ejercer de forma efectiva a partir del 4 de noviembre de 2014, de manera directa sobre las entidades de mayor tamaño e importancia sistémica (unas 130) y a través de los supervisores nacionales sobre el resto (unas 6.000 entidades).

- *Single Resolution Mechanism (SRM)*. A principios de 2013 se alcanzó un acuerdo interinstitucional acerca de la Directiva de Recuperación y Resolución de entidades bancarias que contendrá el marco armonizado para la intervención en una fase temprana y, en su caso, la resolución de bancos en dificultades, con la finalidad de minimizar el coste para los contribuyentes⁶⁵. Circunscrito a los Estados miembros participantes en el SSM, los acuerdos se plasmarán en un Reglamento que establezca un mecanismo único de resolución (SRM), con la constitución de una autoridad única de resolución para los bancos del euroárea; la creación de un fondo único de resolución, financiado con aportaciones *ex ante* de las propias entidades de crédito; y la posibilidad de establecer un mecanismo para que el MEDE pueda recapitalizar directamente (y no a través de sus respectivos gobiernos) a los bancos con problemas⁶⁶.

- *Deposit Guarantee Scheme Directive*. También se ha alcanzado un acuerdo sobre la armonización de los sistemas de garantía de depósitos nacionales, que ya estaban armonizados en cuanto a la cuantía garantizada (100.000 euros por depositante y entidad), pero no respecto de otros elementos sustantivos como el régimen de aportaciones (*ex ante* o *ex post*), las contrapartes incluidas/excluidas de la garantía, un eventual sistema de apoyos mutuos ya que no de solidaridad y el nivel que deba alcanzar o las posibilidades de actuación del fondo de garantía de depósitos⁶⁷.

VII. CONCLUSIONES

Las crisis forman parte de los ciclos económicos, en los que a una fase de crecimiento, durante la cual los desajustes quedan disimulados por la bonanza económica, sigue un periodo de recesión en el que todos esos desequilibrios acumulados afloran y requieren ser corregidos para reiniciar un nuevo ciclo; son, en cierta forma, una manera de regenerar el tejido económico. Durante años, los economistas y los responsables de las políticas económicas se han esforzado por conseguir suavizar los ciclos, alargar las etapas de crecimiento y reducir la intensidad y duración de las fases depresivas; y a finales de la década de los 90 del siglo pasado se llegó a pensar que tal logro se había alcanzado, tras un periodo inusualmente prolongado de crecimiento económico a nivel mundial, reducida inflación, bajas tasas de desempleo e incremen-

⁶⁵ Las Directivas y el Reglamento citados han sido aprobados por el Parlamento Europeo en su sesión de 15 de abril de 2014.

⁶⁶ Las Directivas y el Reglamento citados han sido aprobados por el Parlamento Europeo en su sesión de 15 de abril de 2014.

⁶⁷ Las Directivas y el Reglamento citados han sido aprobados por el Parlamento Europeo en su sesión de 15 de abril de 2014.

to sostenido de los flujos económicos internacionales a una escala global. El desarrollo de las nuevas tecnologías, el acierto en el manejo de la política monetaria, las innovaciones en la gestión de riesgos producidas por la ingeniería financiera y la fe en el funcionamiento corrector del propio mercado afianzaron esta creencia.

En contra de lo aventurado por ese estado de opinión, tras el estallido en 2007 de la burbuja de activos inmobiliarios en Estados Unidos, se inicia una crisis que, en una sucesión de acontecimientos, fue ganando intensidad progresivamente; adoptando distintas manifestaciones; propagándose a múltiples sectores de la economía, comenzando por el financiero; y extendiéndose a numerosos países, hasta alcanzar una dimensión auténticamente global: la más intensa de las crisis globales de los últimos cincuenta años según ha constatado el Fondo Monetario Internacional.

Los efectos de la crisis se han dejado sentir de diferente manera en los distintos países; y la velocidad y la intensidad de la salida de la recesión, allí donde se ha producido, también han sido desiguales. Pero hay al menos dos características comunes de alcance prácticamente universal: el papel que ha debido jugar el Estado como corrector de los desequilibrios primero e impulsor del crecimiento económico después; y el desigual, y con frecuencia injusto, reparto de los costes: han sido los contribuyentes los que han asumido una significativa porción de la factura y los sectores más débiles de la sociedad los que han soportado en mayor medida los efectos de los ajustes.

En la Unión Europea, la respuesta a la crisis se ha producido, de manera más o menos coordinada, desde los Estados, el Banco Central Europeo y las instituciones de la Unión. Las grandes diferencias que subsisten entre las economías de los países del centro y la periferia, el manifiestamente mejorable nivel de solidaridad entre los Estados miembros (y de responsabilidad de sus gobiernos), el deficiente diseño de la Unión Monetaria, los errores cometidos por los Estados y por la propia Unión en el diagnóstico de la crisis y en el diseño de las soluciones, la ya característica lentitud institucional y la insuficiencia de los instrumentos financieros comunitarios, entre otros múltiples factores, han contribuido a que la respuesta de la Unión Europea a la crisis haya sido tardía, desigual, insuficiente y de resultados poco satisfactorios.

De forma que, probablemente, la conclusión más obvia de una crónica de la crisis económica y financiera iniciada en 2007 sea que esta crisis está lejos de haber terminado en Europa.

Desde el punto de vista económico, la Unión Europea está perdiendo peso en la nueva economía globalizada; continúa con un débil crecimiento; mantiene muy elevados niveles de desempleo; el mercado único no acaba de materializarse en la realidad; persisten, agravándose, las diferencias entre países (y entre las posibilidades de sus ciudadanos); y las previsiones para los próximos años no son especialmente optimistas.

Desde el punto de vista institucional, se mantienen los fuertes desequilibrios internos, sin que, a pesar de algunos logros y de las buenas intenciones, se acabe de asentar una decidida voluntad política de acabar con esta situación. La responsabili-

dad de los gobiernos, los mecanismos de solidaridad y la legitimidad democrática de las instituciones comunitarias, singularmente la Comisión, son asignaturas pendientes en las que se avanza muy lentamente.

En el ámbito social, la crisis ha dejado muchos miles de empresas cerradas y de puestos de trabajo destruidos, millones en el conjunto de la Unión Europea; sin que sepamos cuándo se va a retornar a niveles de desempleo admisibles. Y ha trastocado, no sabemos si de manera definitiva, nuestra forma de ver y de entender la sociedad y el estado del bienestar, que habían sido la seña de identidad de Europa, en aspectos tan relevantes como los servicios públicos, la solidaridad y la protección social de los más desfavorecidos. Y como subproducto de esta situación, crece la desafección a las instituciones democráticas y están resurgiendo brotes de xenofobia e intransigencia como no se habían visto en Europa en los anteriores 70 años, que, de progresar, constituyen una amenaza, no ya para el estado del bienestar, sino incluso para el Estado de Derecho.

Solo nos queda confiar en que los responsables políticos, la sociedad civil y los ciudadanos de la Unión seamos capaces de revertir esta situación y, en poco tiempo, podamos ver que verdaderamente se ha superado la crisis y Europa retorna a una senda de crecimiento económico, estabilidad, empleo y bienestar social.

BIBLIOGRAFÍA

- ASTLEY, M., GIESE, J., HUME, M. y KUBELEC, C. «Global imbalances and the financial crisis». *Quarterly Bulletin*. 2009 Q3. Bank of England.
- BANCO CENTRAL EUROPEO. Informe Anual. 2011
- BANCO CENTRAL EUROPEO. Informe Anual. 2012
- BANCO DE ESPAÑA. Informe Anual 2011.
- BANCO DE ESPAÑA. Informe Anual 2012.
- BERNANKE, B. S. *Statement by Ben S. Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System before the Financial Crisis Inquiry Commission*. Washington, D.C. September 2, 2010
- BERNANKE, B. S. *Some Reflections on the Crisis and the Policy Response*. New York, 13 April 2012.
- FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. *The Financial Crisis Inquiry Report*. January 2011. US Government.
- IBÁÑEZ SANDOVAL, J. P. y DOMINGO ORTUÑO, B. «La transposición de Basilea III a la legislación europea». *Revista de Estabilidad Financiera*, núm. 25, noviembre 2013. Banco de España.
- LINDE DE CASTRO, L. M. «La crisis financiera internacional y la Unión Europea». *Revista de Derecho de la Unión Europea*, núm. 16, 1^{er} semestre 2009.

MALO DE MOLINA, J. L. «La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis». *Boletín Económico*, julio-agosto 2013. Banco de España

VIÑALS, J. «After Five Years: Some Lessons from the Financial Crisis». *Moneda y Crédito*, núm. 235, 2013.

RESUMEN: La crisis económica y financiera iniciada en 2007 ha sido, atendiendo a la extensión y profundidad de sus efectos, la crisis global de mayor intensidad de los últimos cincuenta años, y a lo largo de su desarrollo ha mostrado múltiples manifestaciones: crisis financiera, de confianza, de crecimiento, de los países periféricos de la eurozona e, incluso, crisis del euro como moneda común. La respuesta de la Unión Europea a la crisis, con resultados discutibles, se ha producido desde los Estados miembros, mediante ayudas públicas otorgadas a, y reestructuración de, sus entidades de crédito; desde el Banco Central Europeo, aportando liquidez al sistema financiero y, en especial, confianza a los mercados; y desde las instituciones de la Unión, impulsando reformas legislativas, reformando el sistema europeo de supervisión financiera, desarrollando mecanismos comunitarios de respaldo financiero e instando la culminación de una auténtica Unión Económica y Monetaria.

PALABRAS CLAVE: crisis financiera; crisis económica; ayudas públicas; BCE; Unión Económica y Monetaria.

ABSTRACT: Considering the depth and breadth of its effects, the economic and financial crisis, which started in 2007, has been considered the deepest global crisis of the last fifty years, showing multiple evidences: financial crisis, confidence crisis, lack of growth, peripheral Euro-zone countries difficulties and even the Euro's crisis as common currency. The European Union's response to the crisis, with questionable results, was provided by the Member States, by means of restructuring and granting public aid to their own credit institutions; by the European Central Bank, providing liquidity to the financial system and, more essentially, reassuring markets confidence; and by the European Union itself, pursuing legislative changes, reforming the European financial supervision system, developing inter-governmental support mechanisms and urging the culmination of a genuine Economic and Monetary Union.

KEYWORDS: financial crisis, economic crisis, state aid, ECB, Economic and Monetary Union.

