

Adelanto del nuevo libro de” Banca y Mercados Financieros”

© de José Antonio Martínez y José L. Calvo Tirant lo Blanch, Valencia 2012.

Capítulo 14

“La importancia de la estabilidad financiera en Europa”.

Sumario: 1. Qué significa estabilidad financiera 2. Síntomas de inestabilidad 3. Fuentes de inestabilidad financiera 3.1. Fuentes Externas 3.2. Fuentes Internas 4. Indicadores de solidez financiera 5. Marco para mantener la estabilidad financiera 6. Política del Banco de España para mantener la estabilidad 6.1. La regulación bancaria del Banco de España 6.2. La supervisión bancaria del Banco de España 7. Las medidas adoptadas por la Unión Europea para enfrentarse a la inestabilidad financiera. 8. Resumen 9. Glosario

En las tres últimas décadas los mercados financieros han crecido de manera espectacular y han sufrido una transformación radical. Ello ha sido debido a la desregulación, liberalización y globalización de las transacciones, a lo que se han sumado los avances en las tecnologías de la información. Los flujos internacionales de capital se han multiplicado, los mercados desarrollan continuamente nuevos instrumentos financieros cada vez más sofisticados, y la velocidad de las transacciones aumenta vertiginosamente.

El sistema financiero se ha expandido con mucha mayor rapidez que la economía real. Eso ha provocado que en las economías avanzadas los activos financieros totales sean en la actualidad un múltiplo del PIB anual. Además, la composición de los activos también ha cambiado, con una mayor participación de los no monetarios, generando un mayor apalancamiento de la Base Monetaria. A esto hay que añadir que los sistemas financieros se han hecho más interdependientes.

La expansión del sistema financiero ha sido beneficiosa al generar una distribución más eficiente del capital. Pero también ha dado lugar a un cambio de la naturaleza del riesgo financiero y ha desencadenado perturbaciones importantes que han amenazado a las economías nacionales y a la economía mundial: las fuertes variaciones de las cotizaciones en los mercados bursátiles de Estados Unidos en 1987 y 1997; las turbulencias en los mercados de bonos de los países del G-10 en 1994 y de Estados Unidos en 1996; las crisis cambiarias en México (1994–95), Asia (1997) y Rusia (1998); el desplome del fondo de inversiones especulativo Long-Term Capital Management en 1998; las fluctuaciones cambiarias de la década de los noventa, o la volatilidad de los mercados bursátiles mundiales en 2000, 2001.

Pero la más importante es sin duda la que se desató en septiembre de 2007, generando la peor crisis económica desde el *Crack del 29* del siglo pasado. Sus efectos en España y en la Unión Europea han sido de una gravedad extrema. El sistema financiero español, puesto como modelo a comienzos de la crisis, ha tenido que hacer frente a una transformación drástica, muy especialmente las Cajas de Ahorros; la economía se ha estancado; la tasa de paro ha superado el 20% de la población activa; la financiación de la deuda pública se ha encarecido notablemente, con diferenciales que se sitúan en la actualidad (mediados de noviembre de 2011) en el entorno de los 500 puntos y tipos de interés de los bonos a largo de más del 6%¹...

En la Unión Europea la situación ha sido tan dramática que ha puesto en peligro incluso la propia institución y el euro. Así, Grecia, Irlanda y Portugal han tenido que ser intervenidos; en 2010 se creó el Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo (**European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM**) que junto con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (**European Financial Stability Facility, EFSF**) tienen como misión apoyar a los países de la zona euro en dificultades; los diferenciales de la deuda italiana están cerca de la intervención...

En definitiva, todos estos episodios de inestabilidad han puesto de relieve lo mucho que desconocemos sobre la capacidad que la globalización de la actividad

¹ El día 17 había alcanzado su máximo situándose en los 496 puntos, siendo el interés de la deuda del 7%

financiera tiene para causar efectos en la economía real, y han situado a la estabilidad financiera como un objetivo de política económica en sí mismo.

Pero como señalan las principales autoridades monetarias –Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Banco de España,...- el análisis de la estabilidad financiera se encuentra en su fase inicial. Todavía no existe un modelo analítico generalmente aceptado para evaluarla y/o medirla, de forma que las herramientas que pueden alertar a las autoridades no están plenamente desarrolladas y los instrumentos existentes para asegurarla –una combinación de disciplina de los mercados y la supervisión prudencial nacional- no han avanzado al mismo ritmo que se ha producido la globalización y modernización de los mercados financieros.

El presente capítulo tiene por objeto realizar una introducción al análisis de la estabilidad financiera y a las herramientas utilizadas para predecirla y controlarla. Así, su primer apartado se centra en definir qué entendemos por estabilidad financiera; el segundo epígrafe estudia los síntomas de la inestabilidad para en el tercero señalar sus fuentes tanto internas como externas. El cuarto epígrafe analiza los principales indicadores de solidez financiera propuestos para vigilar la estabilidad, mientras que el quinto define un marco para mantenerla. El sexto apartado estudia la forma en que el Banco de España, como instrumento del Banco Central Europeo en nuestro país, actúa para mantener la estabilidad financiera Finalmente, el séptimo epígrafe hace un breve resumen de las medidas tomadas en la Unión Europea para atajar los problemas de inestabilidad financiera surgida a partir de la crisis de la deuda griega y su contagio al resto de las economías de la zona euro.

1. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR ESTABILIDAD FINANCIERA?

La estabilidad financiera puede definirse como *“...aquella en la que el sistema monetario y financiero operan de forma fluida y eficiente”*, lo que supone que *“...sin*

sobresaltos, el Banco Central transmite los efectos de su política monetaria y las entidades de crédito distribuyen los fondos que reciben de los ahorradores entre los demandantes de recursos y además atienden con normalidad los servicios bancarios que proveen a su clientela”².

Una visión complementaria a la del Banco de España es la que presenta el Fondo Monetario Internacional³ cuando establece que un sistema financiero es estable si facilita al asignación eficaz de los recursos económicos; evalúa, asigna y gestiona los riesgos financieros; y mantiene su capacidad para desempeñar estas funciones esenciales incluso cuando se enfrenta a shocks externos o a un aumento de los desequilibrios.

En definitiva, un sistema financiero es estable cuando funciona con normalidad, teniendo, además, la capacidad para limitar y resolver los desequilibrios que se producen en cualquiera de sus tres componentes interrelacionados: infraestructura (sistemas legales, de pagos, de liquidación y contables), instituciones (bancos, sociedades de valores, inversionistas institucionales) y mercados (bursátiles, de bonos, de dinero y de derivados). La estabilidad permite que los desequilibrios se solventen antes de que se desencadene una crisis y evita que perjudiquen la actividad de la economía real.

2. SÍNTOMAS DE INESTABILIDAD FINANCIERA

Dado que la estabilidad financiera es condición *sine qua non* para el crecimiento y buen funcionamiento de las economías desarrolladas, lo relevante en su control es evitar que se cree inestabilidad.

La inestabilidad financiera puede producirse por muy diferentes vías que analizaremos en el apartado siguiente, pero sus síntomas evidentes son el exceso de variabilidad de los precios de los activos en los mercados financieros –la volatilidad- y la

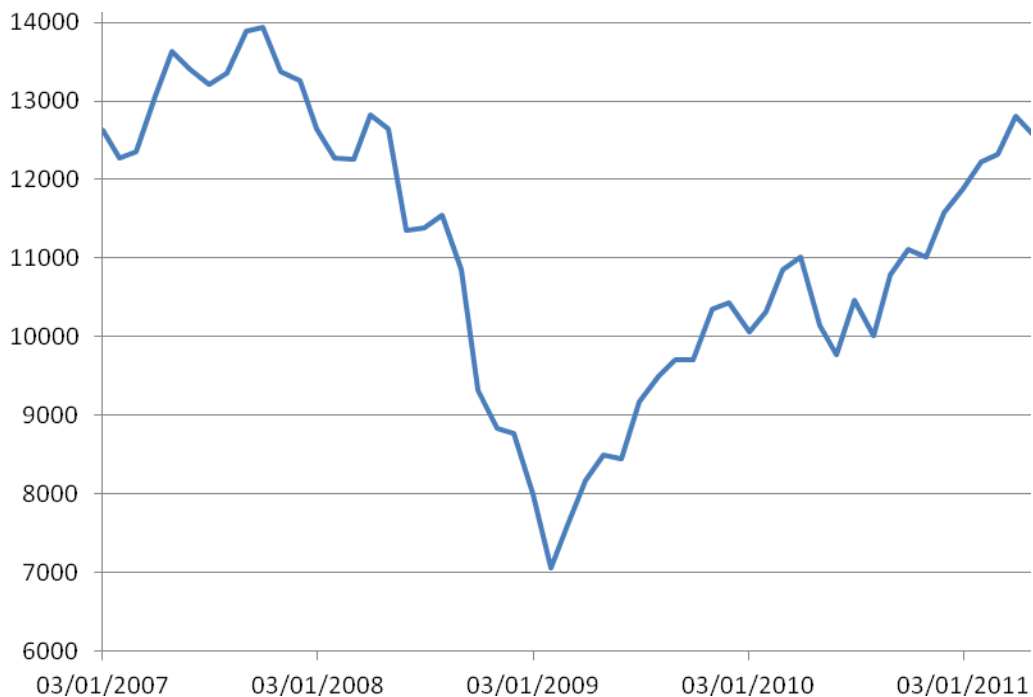
² Banco de España. *Estabilidad del Sistema Financiero*

³ Garry J. Schinasi (2005): *Preservación de la estabilidad financiera*. Temas de economía nº 36. FMI. Páginas 2 y 3

existencia de problemas en el funcionamiento normal de los intermediarios, especialmente los bancarios.

Desde finales de 2007 hemos visto una gran volatilidad de los precios de los activos, como ya pusimos de manifiesto en el capítulo dedicado a la Bolsa de Valores al analizar la evolución del IBEX 35. No obstante, y para mostrar los efectos de esa inestabilidad hemos incluido el gráfico 14.1 que incorpora la evolución del Dow Jones Industrial Average desde el 1 de enero de 2007 hasta el 14 de noviembre de 2011. Como se puede apreciar, el índice partía de un valor superior a los 12.000 puntos (12.621) y a principios de febrero de 2009 superaba escasamente los 7.000 (7.062,93); se recuperó hasta situarse por encima del valor inicial el 1 de abril en los 12.810 puntos para volver a caer hasta los 10.913 el 1 de septiembre de 2011, donde nuevamente entró en una fase de recuperación hasta los 12.070 el 14 de noviembre de 2011.

Gráfico 14.1.- Evolución del Dow Jones Industrial Average.



Es evidente que en esta situación los precios de los activos financieros han dejado de reflejar el valor real de lo que representan, ya que como muchos analistas sugieren las caídas de las cotizaciones no están justificadas por los resultados de las empresas. La alta volatilidad de los valores en los mercados –con alzas y bajas muy significativas en cortos períodos de tiempo- y el hecho de que los precios no reflejen el valor real de los activos es un primer síntoma de inestabilidad financiera.

Un funcionamiento anormal de los intermediarios financieros, y en especial de las entidades bancarias, es el otro gran síntoma de inestabilidad. Un elemento básico para el correcto funcionamiento de las entidades bancarias es la confianza, ya que los bancos asumen con los ahorradores el compromiso de devolverles el dinero depositado en el momento en el que lo soliciten conforme a los términos pactados. Cuando, por motivos diversos, esa confianza se quiebra se produce un mal funcionamiento, ya que los depositantes reclamarán su dinero y el banco se enfrentará a problemas que pueden desembocar en graves situaciones de inestabilidad financiera. Esta surgirá cuando los fondos sean retirados por más individuos y a más velocidad de la normal y además se origine un **efecto contagio** desde un banco concreto al conjunto del sistema.

Hay múltiples razones para que ese efecto contagio se produzca, si bien podemos señalar tres de ellas que tienen efectos muy importantes: en primer lugar, la gran mayoría de los individuos pensará que si existen problemas en una entidad concreta estas mismas dificultades van a generarse en otras e incluso que podrán trasladarse al conjunto del sistema financiero. Si es así reaccionarán no solo contra la entidad en “peligro” sino contra todo el sistema financiero, tratando de adelantarse a la situación para evitar que esta les afecte, ampliando los efectos de la turbulencia. El segundo elemento son las grandes interrelaciones que las entidades bancarias mantienen entre ellas, por lo que, nuevamente, es fácil suponer que las dificultades que atravesase una se extenderán al conjunto del sistema. Finalmente, hace años que en economía se ha definido el denominado **efecto imitación** que significa que los agentes siguen las tendencias que

observan⁴. En esa medida, en cuanto el comportamiento de algunos agentes relevantes cree la “sensación” –incluso irreal- de que el sistema está en dificultades muchos otros reaccionarán irracionalmente siguiendo su tendencia, amplificando nuevamente los efectos del problema inicial.

3. FUENTES DE INESTABILIDAD FINANCIERA

Ya conocemos qué es la estabilidad financiera y su contrapartida la inestabilidad, y cómo se manifiesta esta última. El siguiente objetivo es responder a la pregunta, ¿de dónde surge? El cuadro 14.1 recoge las principales fuentes que provocan inestabilidad financiera.

Cuadro 14.1.- Fuentes de inestabilidad financiera

Endógenas	Exógenas
<p><i>Radicadas en las instituciones</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgos financieros <ul style="list-style-type: none"> ○ De crédito ○ De mercado ○ De liquidez ○ De tasa de interés ○ De cambio • Riesgo operativo • Deficiencias en la tecnología de la información • Riesgo legal/de integridad • Riesgo de reputación • Riesgo de estrategia empresarial • Concentración del riesgo • Riesgo de adecuación de capital <p><i>Radicadas en el mercado</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de contraparte • Desajuste de los precios de los activos • Corridas en los mercados <ul style="list-style-type: none"> ○ De crédito ○ De liquidez • Contagio <p><i>Radicadas en las infraestructuras</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de los sistemas de compensación, pago y liquidación 	<p><i>Perturbaciones macroeconómicas</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de entorno económico • Desequilibrios en la política económica <p><i>Acontecimientos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Desastres naturales • Sucesos políticos • Quiebra de grandes empresas

⁴ Este efecto está en línea con el “*animal spirit*” de Keynes, ya que ambos se basan en la irracionalidad del comportamiento de los agentes.

-
- Deficiencias en la infraestructura
 - Legales
 - Regulatorios
 - Contables
 - De supervisión
 - Desplome de confianza que provoca corridas
 - Efecto dominó
-

Fuente: Schinasi (2005).

Existen dos vías básicas para generar inestabilidad en el sistema financiero: las fuentes *exógenas*, que proceden de problemas surgidos fuera del sistema y las *endógenas*, generadas dentro de este.

Elementos como los desastres naturales –terremotos, tsunamis, malas cosechas,...- , o acontecimientos políticos como elecciones o atentados terroristas afectan a la estabilidad del sistema financiero en momentos puntuales. A esto se pueden sumar factores macroeconómicos como la evolución de los precios del petróleo, la aparición de innovaciones tecnológicas, las dificultades de pagos de empresas o gobiernos, etc.

Una de las fuentes externas con repercusiones más importantes, sobre todo por su extensión temporal, es la existencia de políticas económicas inconsistentes. La ausencia de políticas saneadas, racionales y prudentes a lo largo del tiempo puede generar graves problemas al sistema financiero que acaban trasladándose a la economía real. Por ello, una política de disciplina fiscal –con los gastos públicos en un equilibrio adecuado con los ingresos que éste es capaz de obtener- y el objetivo de la estabilidad de precios deben ser dos condicionantes de la política económica que implemente cualquier gobierno, independientemente de su ideología política.

La inestabilidad financiera de origen endógeno puede surgir en cualquiera de los tres componentes del sistema financiero: las instituciones, el mercado o las infraestructuras.

Como comentábamos en el epígrafe anterior, es posible que se creen problemas en una institución que luego se trasladan a otras partes del sistema financiero, llegando incluso a afectar a su conjunto. Las exposiciones al riesgo son con seguridad la mayor fuente de inestabilidad en las instituciones, con los posibles agravantes de crisis de

confianza y efectos contagio⁵ y dominó⁶. Riesgo que puede tener su origen en motivos financieros de crédito, de mercado, de liquidez, de tipos de interés o de tipos de cambio, fundamentalmente, y que afectará en mayor o menor medida a la institución según sea su grado de concentración de riesgo.

Por su parte, los mercados financieros están también sujetos a numerosas circunstancias que pueden generar inestabilidad. La valoración de los activos es probablemente la más importante, ya que pueden producirse crisis de volatilidad por problemas de confianza y el efecto contagio, que juegan un papel clave para transferir complicaciones a todo el sistema financiero. Esto tiene lugar a través de las denominadas en el cuadro ***corridas en los mercados***, que son corrientes vendedoras que se van ampliando en la medida en que nuevos agentes se suman a la tendencia por “contagio” y que dan lugar a caídas de los precios de los activos financieros que nada tienen que ver con su valor real.

Finalmente, las dificultades que se originan en las instituciones financieras – ineficacias operativas, concentración de riesgo,...- pueden afectar a la infraestructura financiera, por ejemplo en los sistemas de compensación y liquidación, repercutiendo en todo el sistema. Además, las deficiencias que se originan en la infraestructura –por ejemplo en los sistemas legal y contable- pueden provocar nuevos problemas, como por ejemplo quiebras de empresas⁷.

No queremos finalizar este apartado sin mencionar un tema que ya tratamos en el epígrafe precedente pero que como estamos viendo reviste una importancia vital para el sistema financiero: la confianza.

La confianza es el pilar básico sobre el que se asienta el sistema financiero. Sus instituciones funcionan porque sus clientes confían en ellas, ya sea a través del compromiso que asumen las entidades de depósito con los ahorradores, o por la que depositan los que aportan sus recursos a los mercados para financiar las actividades de las

⁵ Unos agentes “contagian” a otros sus expectativas sobre la evolución del sistema, agravando las perturbaciones.

⁶ Unas instituciones hacen caer a otras como las fichas del dominó

⁷ Recuérdese el caso de ENRON en Estados Unidos, cuya quiebra tiene su origen en deficiencias en el sistema contable.

empresas adquiriendo activos financieros. La confianza cambia la percepción de la incertidumbre y el riesgo, limitando la importancia que los ahorradores/inversores conceden a estos dos factores. Así, si una entidad financiera o una empresa cotizada atraviesan por dificultades temporales la confianza de los depositantes o de los inversores les otorgará un período de “garantía” para que tomen las medidas oportunas para resolver la situación.

Por ello su pérdida puede generar problemas muy graves a las instituciones y al conjunto del sistema financiero, que se agravan además por el efecto contagio entre agentes generando comportamientos en cadena frente a las entidades de crédito y los mercados.

Pero ¿qué puede hacer que se pierda la confianza? Dos razones surgen como especialmente relevantes: la **miopía** de las instituciones y los mercados a la hora de valorar si las empresas y familias a las que prestan los recursos que obtienen podrán cumplir con sus obligaciones contractuales en el medio y largo plazo. Los préstamos comportan riesgos, y es muy importante valorarlos correctamente para que no se produzcan situaciones de impago no deseadas⁸. Esta miopía se puede también producir en los mercados financieros⁹; y un **comportamiento de imitación**. Cuando todo el mundo se comporta de la misma forma, aún cuando sea equivocada, la tendencia habitual es seguir ese comportamiento. Y las instituciones financieras no son ajenas a esa tendencia, sobre todo en épocas de exceso de confianza¹⁰. Esto lleva a veces a asunciones excesivas de riesgo para no perder competitividad en el sector. Las entidades de crédito españolas compitiendo por el activo –hipotecas, préstamos personales,...- en el pasado, y por el pasivo en la actualidad son dos casos de *efecto imitación* que incrementan su riesgo financiero.

⁸ La crisis de las hipotecas americanas y su extensión a Europa y España, por ejemplo

⁹ Como ocurrió, por ejemplo, con la burbuja tecnológica, una corriente especulativa muy fuerte que se dio entre 1997 y 2000. El período fue marcado por la fundación –y finalmente espectacular quiebra en muchos casos- de un nuevo grupo de compañías basadas en Internet. Su estallido marcó el principio de una relativamente suave pero larga recesión en las naciones occidentales.

¹⁰ Nuevamente se pueden citar las hipotecas que concedieron muchas entidades financieras en España, con préstamos superiores al 100% del valor de la vivienda basados en las previsiones sobre el crecimiento de los precios de esta, y a clientes con riesgo de impago elevado en el momento en que se quebrase la tendencia alcista

Resumiendo este epígrafe, el control de la estabilidad financiera requiere cubrir todas las fuentes de riesgo de inestabilidad incluidas en el Cuadro 14.1 con el objetivo de prevenir antes de que esta se produzca, evitando, sobre todo, la pérdida de confianza en las instituciones y mercados financieros. Esto implica una vigilancia sistemática de cada componente del sistema financiero y de la economía real. Además, es preciso tener en cuenta los vínculos entre sectores y países, y ser conscientes de que la inestabilidad es habitualmente provocada por la acumulación de deficiencias en varias fuentes en lugar de en una sola.

4. INDICADORES DE SOLIDEZ FINANCIERA

La vigilancia señalada en el apartado anterior se lleva a cabo a partir de la elaboración de diferentes indicadores. El siguiente cuadro, propuesto en Schinasi (2005), es una selección de los más importantes a juicio de este autor, asesor del Departamento Financiero del F.M.I.

Cuadro 14.2.- Indicadores de solidez financiera

Indicadores básicos	
Instituciones de depósito	
<i>Adecuación del capital</i>	Capital reglamentario/activos ponderados en función del riesgo Capital reglamentario de nivel 1/activos ponderados en función del riesgo Préstamos en mora deducidas las reservas para pérdidas/capital
<i>Calidad de los activos</i>	Préstamos en mora/ préstamos totales brutos Distribución sectorial de los préstamos/préstamos totales
<i>Ganancias y rentabilidad</i>	Rendimiento de los activos Rendimiento del patrimonio neto Margen de intereses/ingresos brutos Gastos no correspondientes a intereses/ingresos brutos
<i>Liquidez</i>	Activos líquidos/activos totales Activos líquidos/pasivos a corto plazo
<i>Sensibilidad al riesgo de mercado</i>	Posición abierta neta en moneda extranjera/capital
Indicadores recomendados	
Instituciones de depósito	
	Capital/activos Alta exposición crediticia/capital Distribución geográfica de los préstamos/préstamos totales Posición bruta de activos en derivados financieros/capital Posición bruta de pasivos en derivados financieros/capital Ingresos por operaciones en mercados financieros/ingresos totales Gastos de personal/gastos no correspondientes a intereses Diferencial entre las tasas activa y pasiva de referencia Diferencial entre las tasas interbancarias máximas y mínimas Depósitos de clientes/préstamos totales (no interbancarios) Préstamos en moneda extranjera/préstamos totales Pasivos en moneda extranjera/pasivos totales Posición abierta neta en acciones y otras participaciones de capital/capital
Otras empresas financieras	Activos/activos totales del sistema financiero Activos/PIB
Empresas no financieras	Deuda total/patrimonio neto Rendimiento del patrimonio neto Ganancias/gastos por intereses y principal Exposición cambiaria neta/patrimonio neto Número de solicitudes de protección frente a los acreedores
Hogares	Deuda de los hogares/PIB Servicio de la deuda y pago de principal de los hogares/ingresos
Liquidez de mercado	Diferencial medio entre el precio de compra y el precio de venta en el mercado de valores ¹ Coeficiente del volumen medio diario de operaciones en el mercado de valores ¹
Mercados inmobiliarios	Precios inmobiliarios Préstamos inmobiliarios residenciales/préstamos totales Préstamos inmobiliarios comerciales/préstamos totales

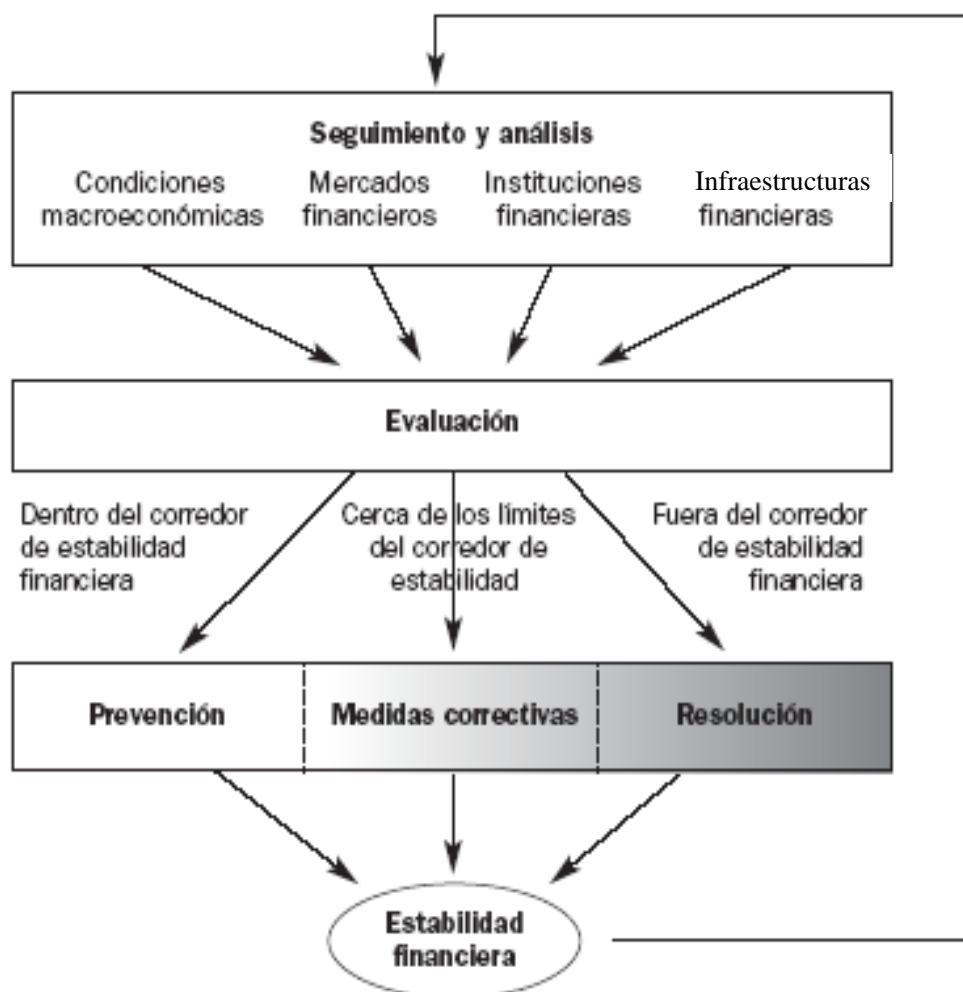
¹0 en otros mercados más importantes para la liquidez bancaria, como los mercados de divisas.

Fuente: Schinari (2005)

5. MARCO PARA MANTENER LA ESTABILIDAD FINANCIERA

El siguiente gráfico, también extraído de Schinasi (2005), muestra un marco analítico para llevar a cabo el seguimiento, control y aplicación de las medidas necesarias para mantener la estabilidad de un sistema financiero. Su objetivo último es identificar con antelación de dónde pueden proceder las turbulencias –analizando tanto el lado real como el financiero de la economía-, promover las medidas preventivas y correctivas que las autoridades financieras deben aplicar, y devolver el sistema financiero hacia una senda de estabilidad.

Gráfico 14.2.- Marco para mantener la estabilidad financiera



Fuente: Schinari (2005)

Como se puede observar en el gráfico, hay, en primer lugar, un seguimiento y análisis de las condiciones en las que se desenvuelve el sistema financiero. Así, es preciso vigilar tanto el entorno macroeconómico como el funcionamiento de las instituciones, los mercados y las infraestructuras financieras, con el fin de conocer de dónde pueden surgir los riesgos potenciales para la estabilidad. Los indicadores básicos de estabilidad visto en el epígrafe anterior son el punto de partida de este análisis, que debe ser completado con todo aquello que las autoridades consideren necesario incorporar para obtener una visión lo más completa posible de las fuentes de inestabilidad del sistema.

Una vez hecho este análisis es preciso llevar a cabo una evaluación de la situación específica del sistema financiero. Es ahí donde aparece el concepto de “*corredor de estabilidad*” que señala la senda continua¹¹ por la que ha de discurrir tanto el sistema financiero como la economía en general para mantener la estabilidad financiera.

Si el sistema financiero se encuentra dentro del corredor y es probable que se mantenga en un futuro inmediato, la política de las autoridades debe ser principalmente preventiva, estando dirigida a mantener la estabilidad mediante la disciplina de los mercados y la supervisión y vigilancia.

Si aún estando en el corredor se dirige hacia sus límites, la protección de la estabilidad financiera puede requerir la aplicación de medidas correctivas, con una intensificación de la supervisión.

Y si, finalmente, el sistema se halla fuera del corredor, entonces es preciso aplicar políticas reactivas con el objetivo de recuperar la estabilidad financiera y resolver la crisis que se haya producido.

En cuanto al tipo de políticas aplicables por las autoridades, esas dependerán de si son de prevención, correctivas o de resolución de la crisis. Dentro de las de prevención se incluye la disciplina de los mercados –es decir, que todos los participantes, sean entidades, accionistas y tenedores de deuda, analistas, agencias de calificación, etc. se comporten de manera responsable-, la regulación, supervisión y vigilancia oficiales, y

¹¹ Nótese que el elemento dinámico en este análisis es clave. No es lógico definir la estabilidad en términos estáticos sino que lo relevante es, por el contrario, su evolución temporal

políticas macroeconómicas sólidas y coherentes. Las políticas correctivas irán incrementado su presión a medida que el sistema financiero se vaya haciendo más inestable. En este sentido la vigilancia y las regulaciones de las autoridades financieras irán aumentando, con el fin de influir en los acontecimientos y corregirlos. Finalmente, si el sistema se ha vuelto resueltamente inestable las autoridades tendrán que intervenir para resolver la crisis, actuando con todas las medidas a su alcance.

6. POLÍTICA DEL BANCO DE ESPAÑA PARA MANTENER LA ESTABILIDAD

Hemos creído interesante incluir un ejemplo concreto, el Banco de España, de la actuación de las autoridades monetarias para mantener la estabilidad financiera.

El Banco de España interviene estableciendo regulaciones y actuando a través de la supervisión. En ambos casos actúa bajo el criterio de *prudencialidad*, tal como exigen las características específicas del sector, que como ya hemos comentado se basa en la confianza y es muy sensible a la pérdida de la misma. Su objetivo es potenciar entidades sanas, solventes y bien gestionadas.

6.1. La regulación bancaria del Banco de España

“La REGULACIÓN PÚBLICA pretende preservar el buen funcionamiento de las entidades financieras, fortalecer su capacidad de resistencia ante la ocurrencia de acontecimientos adversos y armonizar los intereses de las partes directamente afectadas (bancos, ahorradores e inversores) con los intereses generales”¹².

Como ya hemos señalado, el Banco de España interviene a través de una *regulación prudencial* aplicando “...una serie de medidas para prevenir los problemas y, en

¹² Banco de España: *Estabilidad financiera*.

*última instancia, para estar preparados en el supuesto de que se materialicen*¹³ . Esta regulación incorpora los siguientes elementos:

- Para ser banquero hay que cumplir ciertos requisitos, que van desde la honorabilidad hasta el conocimiento y la capacidad suficiente para ejercer las tareas de la profesión.
- Se han diseñado medidas para que las entidades puedan anticipar los posibles problemas
- Los bancos deben mantener un nivel de recursos propios acorde con los riesgos asumidos
- Las entidades deben valorar correctamente sus activos, realizando las oportunas correcciones cuando se detecte algún síntoma de problemas.

Además, la regulación actúa bajo tres criterios:

- No introducir cargas innecesarias que limiten la capacidad de actuación de las entidades
- Las regulaciones deben estar hechas de forma que introduzcan incentivos
- Y deben facilitar la disciplina de mercado

En última instancia, y cuando se producen situaciones graves, la regulación bancaria permite en nuestro país la intervención a través del *Fondo de Garantía de Depósito* para evitar que en un momento de desconfianza se produzcan retiradas masivas de efectivo de las entidades bancarias, al estar asegurado hasta un máximo de 100.000€ para cada depositante de un banco¹⁴.

También es posible que el Banco de España intervenga como *prestamista de última instancia* cuando un banco tiene problemas puntuales de liquidez pero es solvente.

¹³ Banco de España: *Estabilidad financiera*.

¹⁴ Véase el Plan Español para el Fomento de la Economía y del Empleo. <http://www.plane.gob.es/>

En ese caso el Banco puede prestarle temporalmente hasta que los mercados vuelvan a la calma y el banco recupere la normalidad¹⁵.

6.2. La supervisión bancaria del Banco de España

En España la supervisión bancaria “...se puede entender como el SISTEMA DE VIGILANCIA al que están sometidos los bancos, con objeto de conocer el grado de cumplimiento de la normativa vigente. De forma complementaria, la supervisión intentará conocer la evolución previsible de las entidades en el futuro próximo, de modo que, si se detectan problemas graves, se puedan establecer las medidas correctoras oportunas”. En la supervisión juega un papel fundamental el *análisis de riesgos* que afectan a las entidades –identificar, medir y controlarlos los riesgos en que incurren-.

La supervisión del Banco de España está diseñada con el objetivo de verificar el cumplimiento de las normas específicas bancarias de su competencia, y en particular de las normas contables que deben aplicar los bancos, de las relacionadas con la situación financiera y solvente de las entidades, de las de protección de la pequeña clientela y las de transparencia informativa hacia los mercados.

El modelo supervisor del Banco de España se lleva a cabo a través de una *regulación prudencial efectiva* compuesta de tres áreas fundamentales:

1. Un sistema de supervisión continuada de las entidades, integrado por varios elementos:
 - a. El análisis de la información que las entidades envían periódicamente al Banco de España.
 - b. El seguimiento a distancia de las entidades.
 - c. El desarrollo de inspecciones en los propios bancos.
 - d. Entrevistas con el personal directivo de las entidades supervisadas y el empleo de otras fuentes de información de origen diverso.

¹⁵ Existe aquí un problema de *riesgo moral*, ya que bajo el supuesto de que el Banco Central actúa siempre en última instancia se debilita el incentivo para que los participantes en los mercados, y en este caso los bancos, se comporten prudentemente.

2. Un conjunto de medidas supervisoras de carácter corrector. Las actuaciones anteriores pueden detectar incumplimientos de la regulación y aspectos mejorables en la gestión de las entidades. En el primer caso, el Banco de España formula requerimientos para subsanar dichos incumplimientos. En el segundo se formulan recomendaciones mediante las que se contribuye a superar las deficiencias detectadas en la gestión.

Cuando los problemas son de suficiente gravedad el Banco de España puede imponer un plan de saneamiento donde se especifica las medidas que las entidades se comprometen a adoptar para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia o de limitación de los riesgos.

3. Un régimen disciplinario y sancionador que puede afectar tanto a las entidades como a sus administradores. El Banco de España tiene la potestad de instruir expedientes e imponer sanciones por infracciones graves y leves a la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. La imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía, a propuesta del Banco de España, salvo la sanción de revocación de la autorización para operar como entidad de crédito, que compete al Consejo de Ministros.

El régimen disciplinario puede llegar a la intervención y sustitución de los administradores de la entidad, motivado por una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos o su estabilidad, liquidez o solvencia como entidad bancaria¹⁶.

Finalmente señalar que el Banco de España colabora estrechamente con las demás autoridades supervisoras nacionales, tales como la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, la *Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones*, el *Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias* y las autoridades autonómicas con competencias en el área de la supervisión financiera.

¹⁶ El 22 de julio de 2011 el Banco de España intervino la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) y sustituyó a su equipo directivo ante los graves problemas detectados en la entidad. El comunicado de la intervención se puede encontrar en:

http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/Notas_Informativ/anoactual/presbe2011_29.pdf

También mantiene una estrecha colaboración con las autoridades supervisoras extranjeras, especialmente con las de los países de la Unión Europea, los Estados Unidos y los países latinoamericanos en los que los grupos españoles tienen una presencia significativa.

7. LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR LA UNIÓN EUROPEA PARA ENFRENTARSE A LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Lo mismo que el mes de marzo de 2007, con el desplome de la Bolsa neoyorkina y la caída del precio de la vivienda en Estados Unidos por primera vez en seis años, fue el detonante de la actual crisis económica, la crisis de la griega puede considerarse el punto de partida de la conflictiva situación a la que se enfrenta la zona euro. El 23 abril de 2010 el gobierno griego de Papandreu se veía abocado a pedir un préstamo/rescate de 110.000 millones de euros a la Unión Europea ante la imposibilidad de hacer frente a los pagos por intereses de su deuda pública. Con déficit real del 12,7% del PIB, una deuda situada en el 145% y una prima de riesgo de cerca de 600 puntos, la situación de Grecia se volvió insostenible.

El 2 de mayo de 2010 los ministros de finanzas de la Eurozona aprobaron una línea de crédito de 110.000 millones de euros para ayudar a Grecia durante tres años, de los cuales 80.000 millones eran aportados por la UE y los 30.000 millones restantes por el FMI. El paquete de ayudas fue oficialmente aprobado por el Consejo Europeo el 7 de mayo de ese mismo año.

Con el objeto de hacer frente a la inestabilidad financiera que la situación griega había producido en la zona euro el Consejo extraordinario de la Unión Europea de 9 y 10 de mayo de 2010 dio luz verde a la creación de un ***Mecanismo de Estabilización Financiera Europeo (MEFE) (European Financial Stabilisation Mechanism)*** dotado con un volumen total de 500.000 millones de euros. Basado en el artículo 122.2 del Tratado de la Unión y sometido al acuerdo de los países miembros, su funcionamiento se establece “...en términos y condiciones similares a los del FMI”. Del total de sus recursos 60.000

millones se obtienen del mercado con la garantía de la Comisión Europea, “...El importe de los préstamos o líneas de crédito disponibles... estará limitado al margen disponible por debajo del límite máximo de los recursos propios para los créditos de pago del presupuesto de la Unión Europea”¹⁷, y los otros 440.000 millones proceden del **Fondo de Estabilización Financiera Europea (FEFF) (European Financial Stability Facility)** que recaba los fondos con el respaldo de los estados miembros y cuya misión es garantizar la estabilidad financiera de la Unión Europea y, de forma temporal, conceder créditos a los países de la Eurozona que atraviesen especiales dificultades económicas. “La entidad instrumental de titulización de activos, establecida por acuerdo intergubernamental entre los Estados miembros de la zona del euro, garantizará a prorrata préstamos por importe de hasta 440.000 millones de euros”¹⁸. Cada país miembro aporta fondos en función de su participación en el capital del Banco Central Europeo, siendo los principales contribuyentes Alemania, Francia, Italia y España.

El 21 de noviembre de 2010 Irlanda se sumaba a los países en graves dificultades financieras y aceptaba un plan de rescate de 85.000 millones de euros. De ellos 22.500 eran aportados por el FMI; 40.000 por los miembros de la Eurozona y el resto por el Reino Unido y Suecia. A un tipo de interés del 5,8% su devolución está prevista en siete años y medio.

Y unos meses después, en concreto el 3 de mayo de 2011 Portugal llegaba a un acuerdo con la troika (FMI, BCE y UE) para solicitar un rescate de 78.000 millones de euros, que fue aprobado por el Eurogrupo el 17 de ese mismo mes. Del montante total 26.000 millones los aporta el FMI y los dos tercios restantes a partes iguales por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Finalmente, el 21 de julio de 2011 el Eurogrupo aprobaba un segundo plan de rescate a Grecia de 109.000 millones de euros más una aportación voluntaria de los bancos de 50.000 millones.

¹⁷ http://ec.europa.eu/spain/pdf/memo_10-173_100510_mecanismo-europeo-estabilizacion_es.pdf

¹⁸ http://ec.europa.eu/spain/pdf/memo_10-173_100510_mecanismo-europeo-estabilizacion_es.pdf

Ante esta situación de inestabilidad financiera el Consejo de Ministros de la Unión Europea ha ido adaptando medidas en función de las necesidades de cada momento. Así, las conclusiones obtenidas en la reunión del 11 de marzo de 2011 por los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona euro establecían la capacidad de financiación del MEDE, los instrumentos que deberían ser utilizados para la asistencia financiera a los países en dificultades y las condiciones financieras de aplicación. Además, en su Anexo I se incluye un Pacto por el euro una de cuyas misiones es reforzar la estabilidad financiera y en el Anexo II las “características generales del futuro mecanismo” empleado para evitar la inestabilidad¹⁹.

En el Consejo Europeo del 24 y 25 de marzo de 2011 se incluye el denominado Pacto por el Euro Plus y medidas para restablecer la salud del sector bancario y reforzar los mecanismos de estabilidad de la zona euro. Además, en su Anexo II se establece la “ficha descriptiva del MEDE”²⁰ que reproducimos también en un Anexo.

Y la evolución y definición de las actividades encargadas al MEDE y el FEEF ha seguido en cada una de las reuniones del Consejo Europeo: la celebrada el 23 y 24 de junio²¹, la del 21 de julio²² o la del 26 de octubre de 2011²³.

8. RESUMEN

A lo largo de este capítulo hemos analizado la estabilidad/inestabilidad financiera. El sistema financiero ha crecido y se ha transformado de una manera espectacular en las últimas décadas. Ahora es más complicado debido a la complejidad de los instrumentos, la diversidad de las actividades y la movilidad de los riesgos.

¹⁹ http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/119812.pdf

²⁰ EUCO 10/1/11: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/120310.pdf

²¹ EUCO 23/1/11: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/123086.pdf

²² http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/123986.pdf

²³ EUCO 53/11: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/125517.pdf

Estos cambios han sido beneficiosos al mejorar la eficiencia en la distribución del capital, pero también han provocado perturbaciones importantes que se han trasladado desde el “lado financiero” a la economía real.

Dos son los síntomas que delatan problemas de inestabilidad: la volatilidad de los mercados, de forma que los activos dejan de reflejar el valor real de lo que representan; y el mal funcionamiento de las entidades financieras, que puede verse agravado por crisis de confianza y efectos contagio, afectando incluso a la totalidad del sistema financiero a través de un efecto dominó.

Las fuentes de inestabilidad son múltiples, habiéndolas clasificado en externas al sistema financiero e internas a este. Entre las externas hemos destacado la política económica, cuya falta de prudencia y coherencia puede tener efectos muy perjudiciales. La inestabilidad financiera endógena puede surgir en cualquiera de los tres componentes del sistema financiero: las instituciones –especialmente por su exposición al riesgo-, los mercados –asociada a la volatilidad y las “corridas de mercados”- y las infraestructuras –por ejemplo en el sistema legal y contable-.

Los episodios de inestabilidad financiera han puesto de manifiesto lo poco que sabemos sobre cómo puede afectar la actividad financiera a la economía real y, sobre todo, han obligado a las autoridades de los diferentes países a diseñar políticas de intervención para prevenirlos.

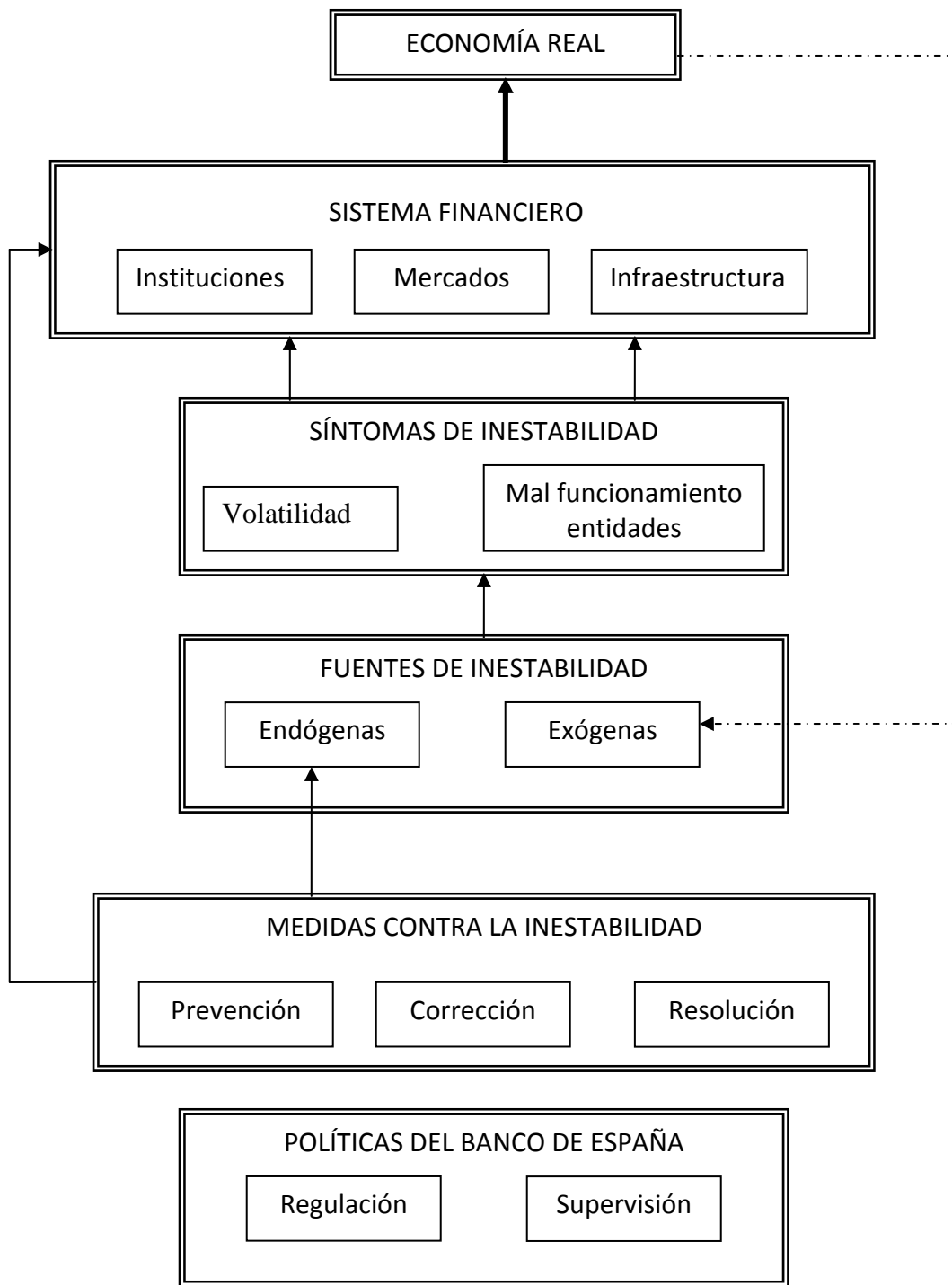
Con el fin de delimitar esa intervención hemos presentado un conjunto de indicadores de solidez financiera que permiten conocer el “estado de salud” de un sistema financiero y su entorno. A partir de él hemos mostrado el “marco para mantener la estabilidad financiera” de Schinari (2005), cuyo objetivo último es identificar con antelación de dónde pueden proceder las turbulencias –analizando tanto el lado real como el financiero de la economía-, promover las medidas preventivas y correctivas que las autoridades financieras deben aplicar, y devolver el sistema financiero hacia una senda de estabilidad caminando por el denominado “corredor de estabilidad”.

El capítulo se cierra con las medidas aplicadas por el Banco de España para mantener la estabilidad en nuestro país. Dos tipos de políticas son utilizadas: la regulación

bancaria que “...pretende preservar el buen funcionamiento de las entidades financieras, fortalecer su capacidad de resistencia ante la ocurrencia de acontecimientos adversos y armonizar los intereses de las partes directamente afectadas (bancos, ahorradores e inversores) con los intereses generales” y la supervisión bancaria que “...se puede entender como el SISTEMA DE VIGILANCIA al que están sometidos los bancos, con objeto de conocer el grado de cumplimiento de la normativa vigente. De forma complementaria, la supervisión intentará conocer la evolución previsible de las entidades en el futuro próximo, de modo que, si se detectan problemas graves, se puedan establecer las medidas correctoras oportunas”. El Banco de España actúa siempre bajo un criterio de prudencia tal y como exigen las características del sector, donde la confianza es básica.

El gráfico 14.3 esquematiza el capítulo.

Gráfico 14.3.- Estabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia

9. GLOSARIO

Estabilidad financiera
Confianza/crisis de confianza
Efecto contagio
Efecto dominó
Volatilidad
Comportamiento de imitación
Corrida bancaria
Corridas del mercado
Corredor de estabilidad
Regulación bancaria (Banco de España)
Supervisión bancaria (Banco de España)

REFERENCIAS

- GARRY J. SCHINASI (2005): *Preservación de la estabilidad financiera*. Temas de economía nº 36. FMI.
- BANCO DE ESPAÑA: *Estabilidad financiera*.
<http://www.bde.es/informes/be/estfin/estfin.htm>
- EBA: Asociación Europea de la Banca. <http://eba.europa.eu/>
- Pruebas de resistencia:
http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/pruebas_resistencia.html
- FROB: Fondo de Reestructuración Ordenada del Sistema Bancario Español.
<http://www.frob.es/>

ANEXO

Ficha descriptiva del MEDE

El Consejo Europeo ha decidido incorporar al artículo 136 del Tratado el siguiente párrafo: "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".

Además de esta decisión, el Consejo Europeo ha convenido en la necesidad de que los Estados miembros de la zona del euro establezcan un mecanismo de estabilidad permanente: el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE se activará de mutuo acuerdo²⁴, en caso de ser indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El MEDE asumirá, a partir de junio de 2013, las funciones de provisión de asistencia financiera externa a los Estados miembros de la zona del euro del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF).

El acceso a la asistencia financiera del MEDE se facilitará con arreglo a unas condiciones estrictas, en el marco de un programa de ajuste macroeconómico y de un análisis riguroso de la sostenibilidad de la deuda pública, que efectuarán la Comisión y el FMI en colaboración con el BCE. Se exigirá al Estado miembro beneficiario que establezca una forma adecuada de participación del sector privado, en función de las circunstancias concretas y de manera totalmente coherente con las prácticas del FMI.

El MEDE dispondrá de una capacidad crediticia efectiva de 500.000 millones de euros²⁵. La adecuación de la capacidad crediticia se revisará periódicamente, y al menos cada cinco años. El MEDE procurará completar su capacidad crediticia mediante la participación del FMI en las operaciones de asistencia financiera; por su parte, los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro también podrán participar en casos específicos.

²⁴ Por decisión adoptada de mutuo acuerdo se entiende una decisión adoptada por unanimidad de los Estados miembros que participan en la votación, lo que significa que las abstenciones no impiden que la decisión sea adoptada

²⁵ Durante la transición del FEEF al MEDE, la capacidad crediticia combinada no excederá de esta cantidad.

El resto de la presente ficha descriptiva expone las principales características estructurales del MEDE:

Forma institucional

El MEDE se creará en virtud de un tratado entre los Estados miembros de la zona del euro, como organización intergubernamental de Derecho internacional público, y tendrá su sede en Luxemburgo. El estatuto del MEDE se establecerá en un anexo del tratado.

Función y estrategia de financiación

La función del MEDE consistirá en movilizar financiación y proporcionar asistencia financiera, bajo unas condiciones estrictas, en beneficio de los Estados miembros de la zona del euro que sufren graves problemas de financiación o la amenaza de los mismos, con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

Los Estados miembros de la zona del euro abonarán al MEDE las sanciones financieras de las que hayan sido objeto en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de los procedimientos relativos a los desequilibrios macroeconómicos. Dichas sanciones formarán parte del capital desembolsado.

El MEDE aplicará una estrategia de financiación adecuada para garantizar el acceso a una gran variedad de fuentes de financiación y que le permita facilitar asistencia financiera a los Estados miembros en todas las condiciones de mercado. Cualquier riesgo asociado se contendrá mediante una gestión adecuada del activo y del pasivo.

Administración

El MEDE tendrá un Consejo de Gobernadores compuesto por los Ministros de Hacienda de los Estados miembros de la zona del euro (miembros con derecho a voto), junto con el Comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios y el Presidente del BCE en calidad de observadores. El Consejo de Gobernadores elegirá a un presidente de entre sus miembros con derecho a voto.

El Consejo de Gobernadores será el órgano rector supremo del MEDE, y tomará, de mutuo acuerdo, las siguientes decisiones importantes:

- la concesión de asistencia financiera;
- las condiciones de la asistencia financiera;
- la capacidad crediticia del MEDE;
- los cambios en la gama de instrumentos.

Todas las demás decisiones del Consejo de Gobernadores se tomarán por mayoría cualificada, salvo que se disponga otra cosa.

El MEDE tendrá un Consejo de Administración, que desempeñará cometidos específicos por delegación del Consejo de Gobernadores. Cada uno de los Estados miembros de la zona del euro nombrará a un administrador y a un administrador suplente. Además, la Comisión y el BCE nombrarán cada uno a un observador y a un suplente en el Consejo de Administración. Todas las decisiones del Consejo de Administración se tomarán por mayoría cualificada, salvo que se disponga otra cosa.

La ponderación de los votos en el Consejo de Gobernadores y en el Consejo de Administración será proporcional a la parte del capital del MEDE suscrita por cada uno de los Estados miembros. La mayoría cualificada queda fijada en el 80 % de los votos.

El Consejo de Gobernadores nombrará a un director ejecutivo, responsable de la gestión cotidiana del MEDE. El director ejecutivo presidirá el Consejo de Administración.

Estructura del capital

El MEDE se propondrá conseguir y conservar la mayor calificación de solvencia de las principales agencias de calificación crediticia.

El capital suscrito total del MEDE ascenderá a 700.000 millones de euros. De esta cantidad, 80.000 millones procederán del capital aportado por los Estados miembros de la zona del euro que se irá desembolsando progresivamente a partir de julio de 2013 en cinco plazos anuales iguales. Además, el MEDE dispondrá de una combinación de capital exigible comprometido y de garantías de los Estados miembros de la zona del euro, por

una suma total de 620.000 millones de euros. Durante la fase transitoria comprendida entre 2013 y 2017, los Estados miembros se comprometen a acelerar, en el caso improbable de que sea necesario, la provisión de instrumentos adecuados con el fin de mantener un coeficiente mínimo del 15% entre el capital desembolsado y el saldo vivo de emisiones del MEDE.

La clave de reparto de contribuciones de cada Estado miembro al capital suscrito total del MEDE se basará en la clave de capital desembolsado del BCE, que figura en el anexo. Al ratificar el Tratado por el que se establece el MEDE, los Estados miembros se comprometen jurídicamente a aportar su contribución respectiva al capital suscrito total.

El Consejo de Gobernadores decidirá de mutuo acuerdo el momento de adaptar el importe del capital suscrito total o de solicitar capital, excepto en los casos particulares que se describen más abajo. En primer lugar, el Consejo de Administración podrá decidir por mayoría simple restablecer -mediante una solicitud de capital- el nivel de capital desembolsado en caso de que la suma del capital desembolsado quede reducida por la absorción de pérdidas²⁶. En segundo lugar, se creará un procedimiento de garantía a petición que permitirá solicitar capital automáticamente a los accionistas del MEDE si ello resulta necesario para evitar un impago a los acreedores del MEDE. La responsabilidad de cada uno de los accionistas quedará limitada, en toda circunstancia, a su parte del capital suscrito.

Toda contribución al capital suscrito por un Estado miembro²⁷ que se adhiera al MEDE después de julio de 2013 se hará con arreglo a las mismas condiciones aplicadas a las contribuciones iniciales. Las consecuencias prácticas para el importe total del capital suscrito y la distribución del capital entre los Estados miembros las decidirá el Consejo de Gobernadores de mutuo acuerdo.

Mientras el MEDE no sea activado y siempre que la capacidad crediticia efectiva no sea inferior a 500.000 millones, el producto de la inversión del capital desembolsado del MEDE será devuelto a los Estados miembros, una vez deducidos los gastos operativos.

²⁶ El derecho a voto del Estado miembro cuyo impago sea la causa de pérdida que debe cubrirse quedará suspendido a la hora de tomar esta decisión.

²⁷ El ingreso de un Estado miembro en la zona del euro implicará que dicho Estado se convertirá en miembro del MEDE con plenos derechos y obligaciones.

Tras la primera activación del MEDE, el producto de la inversión del capital y de la actividad de asistencia financiera del MEDE quedará en posesión del MEDE. No obstante, en caso de que el capital desembolsado exceda del nivel necesario para mantener la capacidad crediticia del MEDE, el Consejo de Administración podrá decidir, por mayoría simple, distribuir a los Estados miembros de la zona del euro un dividendo basado en la clave de reparto de contribuciones.

Instrumentos

Si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto, en consonancia con la modificación introducida en el artículo 136 del Tratado, el MEDE prestará asistencia financiera con arreglo a unas condiciones estrictas, en el marco de un programa de ajuste macroeconómico, acorde con la gravedad de los desequilibrios del Estado miembro. Se prestará dicha asistencia en forma de créditos. No obstante, podrá intervenir, con carácter excepcional, en los mercados primarios de deuda, con arreglo a un programa de ajuste macroeconómico sujeto a condiciones estrictas, si así lo aprueba el Consejo de Gobernadores de mutuo acuerdo.

§ Apoyo a la estabilidad del MEDE

El MEDE podrá conceder un apoyo a la estabilidad a corto o a medio plazo a un Estado miembro de la zona del euro que atraviese graves problemas de financiación. El acceso al apoyo a la estabilidad del MEDE implicará un programa de ajuste macroeconómico con unas condiciones adecuadas de actuación, acorde con la gravedad de los desequilibrios subyacentes del Estado miembro beneficiario. La duración del programa y el vencimiento de los créditos dependerán de la naturaleza de los desequilibrios y de las perspectivas de que los Estados miembros beneficiarios recuperen el acceso a los mercados financieros dentro del plazo en el que estén disponibles los recursos del apoyo a la estabilidad del MEDE.

§ Instrumento de apoyo en el mercado primario

El MEDE podrá adquirir, en el mercado primario, los bonos de un Estado miembro que atraviese graves problemas de financiación, con el objetivo de obtener la máxima rentabilidad del apoyo. Las condiciones y las modalidades según las cuales se llevaría a cabo la adquisición de los bonos se especificarán en la Decisión relativa a las condiciones de la asistencia financiera.

El Consejo de Gobernadores podrá revisar los instrumentos de los que dispone el MEDE y decidir que se modifique la gama de instrumentos.

Participación del FMI

El MEDE cooperará muy estrechamente con el FMI en la prestación de asistencia financiera²⁸. En cualesquiera circunstancias, se recabará la participación activa del FMI tanto en el nivel técnico como en el nivel financiero. El análisis de la sostenibilidad de la deuda lo realizarán conjuntamente la Comisión y el FMI, en colaboración con el BCE. Las condiciones derivadas de una asistencia conjunta del MEDE y del FMI las negociarán conjuntamente la Comisión y el FMI, en colaboración con el BCE.

Activación de la asistencia financiera, supervisión del programa y seguimiento

La asistencia financiera del MEDE se activará, en cualquier caso, mediante petición de un Estado miembro a los demás Estados miembros de la zona del euro. El Eurogrupo informará al Consejo de la formulación de una petición de activación del apoyo. A la recepción de dicha petición, el Consejo de Gobernadores pedirá a la Comisión que evalúe, en colaboración con el BCE, la existencia de un riesgo para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y que acometa un análisis riguroso de la sostenibilidad de la deuda pública del Estado miembro de que se trate, junto con el FMI y en colaboración con el BCE. Las etapas posteriores de la activación de la asistencia financiera del MEDE serán las siguientes:

²⁸ Queda entendido, no obstante, que cualquier participación del FMI se ajustará a lo dispuesto en el mandato previsto en su Convenio Constitutivo y a las decisiones y medidas aplicables de la Junta del FMI.

- Si se solicita un apoyo a la estabilidad del MEDE, la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, evaluará las necesidades de financiación reales del Estado miembro beneficiario y la naturaleza de la participación del sector privado necesaria, lo que debe ser coherente con las prácticas del FMI.
- A partir de esta evaluación, el Consejo de Gobernadores encomendará a la Comisión que negocie, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, con el Estado miembro interesado un programa de ajuste macroeconómico que se detallará en un memorando de acuerdo.
- La Comisión propondrá al Consejo una decisión de refrendo del programa de ajuste macroeconómico. El Consejo de Gobernadores resolverá sobre la concesión de la asistencia financiera y las condiciones de provisión de dicha asistencia. Una vez aprobado el programa por el Consejo, la Comisión firmará el memorando de acuerdo en nombre de los Estados miembros de la zona del euro, siempre que el Consejo de Gobernadores lo haya aceptado previamente de mutuo acuerdo. El Consejo de Administración aprobará a continuación el acuerdo de asistencia financiera que contendrá los aspectos técnicos de la asistencia financiera que vaya a prestarse.
- La Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, será responsable de la supervisión del cumplimiento de las condiciones de actuación impuestas en el programa de ajuste macroeconómico. Informará al Consejo y al Consejo de Administración. Éste, sobre la base de dicho informe, decidirá de mutuo acuerdo el desembolso de los nuevos tramos del crédito.
- Previo debate del Consejo de Gobernadores, el Consejo podrá decidir, a propuesta de la Comisión, establecer una vigilancia con posterioridad al término del programa, que podrá mantenerse mientras no se haya reintegrado una cantidad determinada de la asistencia financiera.

Compatibilidad con el marco de supervisión multilateral de la UE

Se recabará la aprobación de los Estados miembros de la UE para que los Estados miembros de la zona del euro puedan encargar a la Comisión, junto con el FMI y en colaboración con el BCE, que analice la sostenibilidad de la deuda de aquel Estado miembro que solicite ayuda financiera, que prepare el programa de ajuste que acompaña a dicha asistencia financiera y que supervise su aplicación.

Si bien el Consejo de Gobernadores goza de autonomía para decidir sobre la existencia y modalidades de la asistencia financiera en un marco intergubernamental, las condiciones concretas establecidas en virtud de una supervisión reforzada o de un programa de ajuste macroeconómico deberán ser coherentes con el marco de supervisión de la UE y deberán garantizar el respeto de los procedimientos de la UE. Para ello, la Comisión tiene la intención de proponer un Reglamento que aclare las etapas de procedimiento necesarias al amparo del artículo 136 del Tratado con el fin de plasmar las condiciones de la asistencia en decisiones del Consejo y garantizar la coherencia con el marco de supervisión multilateral de la UE. El Consejo y la Comisión informarán periódicamente al Parlamento Europeo sobre el establecimiento y las operaciones del MEDE.

Tipo de interés del préstamo

El Consejo de Gobernadores decidirá sobre la estructura del tipo de interés de la asistencia financiera a un Estado miembro beneficiario.

El MEDE tendrá la posibilidad de prestar a un tipo fijo o variable. Los tipos practicados por el MEDE respetarán los principios aplicados a este respecto por el FMI y, al tiempo que se mantendrán por encima del coste de financiación del MEDE, incluirán un margen adecuado en función del riesgo.

A los préstamos del MEDE se les aplicará la siguiente estructura de tipos de interés:

- 1) coste de financiación del MEDE
- 2) recargo de 200 puntos básicos a la totalidad de los préstamos
- 3) recargo adicional de 100 puntos básicos para préstamos de duración superior a 3 años

En el caso de préstamos a un tipo fijo con un vencimiento superior a los tres años, el margen consistirá en una media ponderada del recargo de 200 puntos básicos para los tres primeros años y de 200 puntos básicos más 100 puntos básicos para los años sucesivos.

La estructura de tipos de interés se definirá en la política de tipos de interés del MEDE, que se revisará periódicamente.

Participación del sector privado

1. Modalidades de la participación del sector privado

Cuando un Estado beneficiario reciba asistencia financiera cabrá esperar una forma de participación del sector privado adecuada y proporcionada atendiendo a las circunstancias de cada caso. La naturaleza y el alcance de dicha participación se determinarán caso por caso y dependerán del resultado del consiguiente análisis de la sostenibilidad de la deuda, en consonancia con las prácticas del FMI²⁹, y de las posibles implicaciones para la estabilidad financiera de la zona del euro.

- a) Si, atendiendo a un análisis de sostenibilidad, se concluye que un programa de ajuste macroeconómico puede reconducir de forma realista la deuda pública a una senda sostenible, el Estado miembro beneficiario tomará iniciativas para animar a los principales inversores privados a que mantengan su nivel de exposición (por ejemplo, un planteamiento del tipo "Iniciativa de Viena"). La Comisión, el FMI, el BCE y la ABE participarán estrechamente en la supervisión de la aplicación de tales iniciativas.
- b) Si, atendiendo a un análisis de sostenibilidad, se concluye que un programa de ajuste macroeconómico no puede reconducir de forma realista la deuda pública a una senda sostenible, se instará al Estado miembro beneficiario a que emprenda

²⁹ Para el FMI, se considera que un nivel de deuda determinado es sostenible cuando se espera que el prestatario continúe atendiendo al servicio de su deuda sin que tenga que proceder a una amplia corrección de sus ingresos y gastos que no sea realista. Es sobre esta premisa sobre la que se determina la disponibilidad y la adecuada escala de financiación.

negociaciones activas de buena fe con sus acreedores a fin de garantizar la participación directa de éstos en el restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda. La concesión de la asistencia financiera dependerá de que el Estado miembro presente un plan digno de crédito y demuestre un grado de compromiso suficiente para garantizar una participación adecuada y proporcionada del sector privado. Los avances en la aplicación del plan se supervisarán con arreglo a dicho programa y se tendrán en cuenta en la decisión relativa a los desembolsos.

En el momento de negociar con sus acreedores, el Estado miembro beneficiario se atenderá a los siguientes principios:

- *Proporcionalidad*: el Estado miembro de que se trate buscará soluciones proporcionadas a su problema de sostenibilidad de la deuda.
- *Transparencia*: el Estado miembro de que se trate entablará un diálogo abierto con sus acreedores y les comunicará la información pertinente de forma oportuna.
- *Lealtad*: el Estado miembro de que se trate consultará a los acreedores sobre cualquier plan de reescalonamiento o reestructuración de la deuda pública con el fin de llegar a soluciones negociadas. Las medidas para reducir el valor actualizado neto de la deuda se plantearán únicamente cuando resulte improbable que otras opciones puedan propiciar los resultados previstos.
- *Coordinación transfronteriza*: el riesgo de contagio y las posibles repercusiones para otros Estados miembros y terceros países se tendrán debidamente en cuenta cuando se proyecten medidas para hacer partícipe al sector privado. Las medidas adoptadas irán acompañadas de la adecuada comunicación por parte del Estado miembro de que se trate con el fin de preservar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

2. Cláusulas de acción colectiva

A partir de julio de 2013 se incluirán cláusulas de acción colectiva (CAC) en todos los nuevos valores públicos de la zona del euro con un vencimiento superior a un año. El

objetivo de dichas CAC será el de facilitar el acuerdo entre el prestatario soberano y sus acreedores del sector privado en el contexto de la participación del sector privado. La inclusión de CAC en un bono público no implicará una mayor probabilidad de impago o de reestructuración de la deuda correspondiente a dicho bono. Por consiguiente, la condición de acreedor de deuda soberana no se verá afectada por la inclusión de CAC.

Las principales características de las CAC serán compatibles con las habitualmente utilizadas en los mercados de los Estados Unidos y del Reino Unido tras el informe del G-10 sobre cláusulas de acción colectiva. Las CAC se introducirán de forma que quede preservada la igualdad de condiciones entre los Estados miembros de la zona del euro. Ello implica la utilización de **cláusulas idénticas y normalizadas** para todos los Estados miembros de la zona del euro, que figuren de forma armonizada en las condiciones de los valores emitidos por los Estados miembros, sobre una base **conforme a las CAC utilizadas habitualmente en Nueva York y en el Derecho inglés**.

Las CAC incluirán una **cláusula de acumulación** en virtud de la cual una mayoría cualificada de tenedores de bonos correspondientes a múltiples emisiones supeditadas a dicha cláusula y a la legislación de una única jurisdicción, podrá incluir una cláusula de acción mayoritaria cuando no se pueda obtener la mayoría de acreedores necesaria para la reestructuración si únicamente se tienen en cuenta los bonos correspondientes a una única emisión. Se establecerá una **representación adecuada**. Las cuestiones de mayor importancia - las materias reservadas - (por ejemplo, las condiciones esenciales de pago, la conversión o el intercambio de bonos) se decidirán por una **mayoría** más amplia que la requerida para las materias no reservadas. Se aplicarán los requisitos apropiados en materia de **quórum**. Los cambios acordados por las mayorías pertinentes serán vinculantes para todos los tenedores de bonos.

Se aplicará una cláusula adecuada de **denegación del derecho a voto** para garantizar un correcto proceso de votación. Asimismo se tomará en consideración el recurso a cláusulas apropiadas para impedir toda perturbación provocada por acciones legales.

Las CAC se introducirán de un modo normalizado que garantice que su impacto jurídico sea idéntico en todas las jurisdicciones de la zona del euro, preservando así la igualdad de condiciones entre los Estados miembros de dicha zona. Los Estados miembros de la zona del euro adoptarán las medidas necesarias para dar efecto a las CAC.

Con arreglo a unas condiciones predeterminadas, a partir de junio de 2013 se permitirá a los Estados miembros de la zona del euro seguir refinanciando deuda viva sin añadir CAC con el fin de preservar la necesaria liquidez de los antiguos bonos y dar tiempo suficiente a los Estados miembros de la zona del euro para emitir, de una manera ordenada, nuevos bonos para todos los vencimientos de referencia. Las fórmulas jurídicas pormenorizadas para introducir CAC en los valores públicos de la zona del euro se decidirán sobre la base de los trabajos que emprenda el Subcomité de Mercados de Deuda Soberana de la UE creado por el Comité Económico y Financiero, tras proceder a las adecuadas consultas con los participantes en el mercado y otras partes interesadas, y deberán haberse ultimado para finales de 2011.

3. Condición de acreedor preferente del MEDE

A semejanza del FMI, el MEDE proporcionará asistencia financiera a un Estado miembro cuando su acceso normal a la financiación de los mercados esté comprometido. Para reflejar esta circunstancia, los Jefes de Estado o de Gobierno han declarado que el MEDE gozará de la condición de acreedor preferente de un modo similar al del FMI, si bien aceptando que el FMI tenga un carácter prioritario con respecto al MEDE.

Esta circunstancia será efectiva a partir del 1 de julio de 2013, sin perjuicio de las condiciones establecidas en cualquier otro acuerdo al amparo del FEEF y del Instrumento de préstamo a Grecia.

Régimen transitorio entre el FEEF y el MEDE

Tal como estaba inicialmente previsto, el FEEF seguirá funcionando después de junio de 2013 con el fin de administrar los bonos vivos. Seguirá siendo operativo hasta que haya recibido la totalidad del pago de la financiación concedida a los Estados miembros y haya

satisfecho el pasivo correspondiente a los instrumentos financieros emitidos y a cualquier otra obligación de reembolsar a sus garantes. Las porciones no reembolsadas o no provisionadas de préstamos existentes se transferirán al MEDE (por ejemplo, el pago y financiación de tramos de préstamo que únicamente serían exigibles tras la entrada en vigor del MEDE). Los préstamos consolidados del FEEF y del MEDE no excederán de los 500.000 millones de euros.

Para garantizar que la transición del FEEF al MEDE se produzca con fluidez, el Director Gerente del FEEF se encargará de la preparación práctica del establecimiento del MEDE. Informará periódicamente de los avances realizados al Grupo de trabajo del Eurogrupo.

Participación de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro

Los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro podrán participar en casos específicos junto con el MEDE en las operaciones de asistencia financiera a Estados miembros de la zona del euro. Cuando algún Estado miembro no perteneciente a la zona del euro participe en dichas operaciones, estará representado en las reuniones correspondientes de los Consejos del MEDE que decidan la concesión y supervisión de la asistencia. Tendrán acceso puntual a toda la información pertinente y serán oportunamente consultados. Los Estados miembros de la zona del euro apoyarán que se reconozca una condición de acreedor equivalente a la del MEDE a los demás Estados miembros que concedan préstamos con carácter bilateral junto con el MEDE.

Resolución de controversias

Si surge un conflicto entre un Estado miembro de la zona del euro y el MEDE en relación con la interpretación y aplicación del Tratado por el que se establece el MEDE, el Consejo de Gobernadores resolverá al respecto. Si el Estado miembro se opone a dicha resolución, se someterá la controversia al Tribunal de Justicia con arreglo al artículo 273 del TFUE.

Por lo que respecta a las relaciones del MEDE con terceros, el Derecho y la jurisdicción aplicables se regularán en la documentación jurídica y contractual que se establezca en ese momento entre el MEDE y los terceros de que se trate.

Anexo: Clave de reparto de contribuciones al MEDE basada en la clave de reparto BCE

País	ISO	Clave de reparto MEDE
Austria	AT	2,783
Bélgica	BE	3,477
Chipre	CY	0,196
Estonia	EE	0,186
Finlandia	FI	1,797
Francia	FR	20,386
Alemania	DE	27,146
Grecia	EL	2,817
Irlanda	IE	1,592
Italia	IT	17,914
Luxemburgo	LU	0,250
Malta	MT	0,073
Países Bajos	NL	5,717
Portugal	PT	2,509
Eslovaquia	SK	0,824
Eslovenia	SI	0,428
España	ES	11,904
Total	EA17	100,0

Notas: La clave MEDE está basada en la clave de capital del BCE

Los Estados miembros con un PIB per cápita inferior al 75% de la media de la UE se beneficiarán de unacorrección temporal durante un plazo de 12 años a partir de su ingreso en la zona del euro.

Dicha corrección temporal equivaldrá a tres cuartas partes de la diferencia entre el porcentaje de la RNB y las participaciones en el capital del BCE (constando efectivamente de un 75% del porcentaje de la RNB y de

un 25% del porcentaje en el capital del BCE) según la fórmula siguiente: porcentaje MEDE = clave de reparto BCE - 0,75*(clave de reparto BCE - porcentaje de la RNB).

El ajuste a la baja para dichos países se redistribuirá entre todos los demás Estados miembros con arreglo a su clave de reparto BCE.

RNB y PIB per cápita en 2010.

Fuentes: BCE, Ameco y cálculos de la DG Asuntos Económicos y Financieros.