

MEDIDAS ADOPTADAS POR LOS GOBIERNOS DE LA ZONA DEL EURO EN APOYO DEL SECTOR FINANCIERO

ARTÍCULOS

Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero

Las amplias medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero han desempeñado un papel fundamental en la gestión de la crisis financiera que estalló a mediados de 2007 y que se agravó tras la quiebra de Lehman Brothers. En este artículo se describen las medidas aprobadas por los Gobiernos de la zona del euro para contener el impacto de la crisis en el sector financiero y se analizan las posibles estrategias de retirada. Aunque el artículo se centra en las medidas aplicadas por los Gobiernos de la zona, estas también se comparan con las adoptadas en el Reino Unido y en Estados Unidos. Las respuestas brindadas a la crisis en estas tres regiones económicas comparten algunas características comunes, tanto en cuanto a los instrumentos utilizados como en cuanto su alcance. No obstante, se han observado asimismo algunas diferencias de importancia, no solo entre la Unión Europea y Estados Unidos, sino también dentro de la Unión.

I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que se inició en el verano de 2007 tuvo su origen en el mercado hipotecario estadounidense. El acusado aumento de la morosidad y de las ejecuciones hipotecarias puso de manifiesto el grado de exuberancia del mercado de la vivienda, y la actividad en el segmento de préstamos de alto riesgo (*subprime*) se interrumpió de forma repentina. Los mercados de titulización se paralizaron, las entidades de crédito tuvieron que restituir los activos en poder de los fondos de titulización a sus balances y la confianza en los mercados de financiación resultó dañada. La crisis se extendió rápidamente por todo el sector financiero y se contagió a otras economías industrializadas y emergentes.

Los bancos centrales respondieron a la incipiente crisis inyectando liquidez en el sistema financiero¹. Al comienzo de la crisis, las medidas que adoptaron consistieron en las operaciones de mercado tradicionales llevadas a cabo bien fuera del calendario regular, bien mediante la inyección de importantes volúmenes de liquidez, con el fin de mantener los tipos del interés del mercado monetario a corto plazo próximos a los tipos de interés oficiales. Cuando se vio que estas medidas eran insuficientes para reducir las presiones sobre los mercados de financiación, los bancos centrales introdujeron cambios en sus marcos operativos². Además, los bancos centrales más importantes pusieron en práctica algunas de sus medidas de manera coordinada³. Esta cooperación se plasmó en un anuncio conjunto para proporcionar financiación a plazos y suscribir acuerdos de divisas de

carácter temporal (líneas *swap*) a fin de obtener liquidez en divisas, que transfirieron al sector financiero⁴.

Cuando la crisis de liquidez parecía estar convirtiéndose en una crisis de solvencia, que amenazaba la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, los Gobiernos recurrieron a medidas de rescate tradicionales dirigidas a entidades concretas. Estas primeras medidas de apoyo a bancos concretos se llevaron a cabo en forma de líneas de crédito a las entidades con problemas y de fusiones de rescate.

El 15 de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers conmocionó a todo el sistema financiero mundial. La aversión al riesgo y la desconfianza de los agentes financieros condujeron al agotamiento de los mercados de financiación. Además, la preocupación acerca de la solvencia de las entidades financieras también afectó seriamente a la confianza de los depositantes.

- 1 Las medidas adoptadas pueden dividirse, en general, en tradicionales y no convencionales. Sin embargo, esta distinción varía de un banco central a otro a causa de las distintas tradiciones, marcos y estructuras de los sistemas financieros.
- 2 Estos cambios incluyen, entre otros, subastas más frecuentes, una ampliación del importe de las facilidades de crédito, financiación a plazo más largo, cambios en el procedimiento de subasta, ampliación de la gama de activos de garantía, compras simples de activos y el establecimiento de facilidades de liquidez para intermediarios distintos de entidades de crédito.
- 3 A partir de las acciones coordinadas adoptadas en diciembre de 2007, los bancos centrales del G 10 han seguido trabajando estrechamente y consultándose regularmente acerca de las presiones sobre la liquidez en los mercados de financiación.
- 4 En el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009, puede encontrarse más información sobre la aplicación de la política monetaria del Eurosistema en respuesta a las tensiones existentes en los mercados financieros.

Los Gobiernos se vieron obligados a actuar con celeridad para evitar la quiebra de sus sistemas financieros. En Europa, tras una reunión de emergencia de los países de la zona del euro celebrada en París en octubre de 2008, los Gobiernos de la Unión Europea pusieron en marcha medidas coordinadas de apoyo para aliviar las tensiones que estaban experimentando sus sistemas bancarios. Habida cuenta de la posición predominante del sistema bancario en lo que se refiere a la provisión de financiación a empresas y a hogares en la zona del euro, estas medidas se centraron fundamentalmente en el sector financiero, mientras que economías con sistemas financieros basados en los mercados, como Estados Unidos, también se comprometieron a proporcionar apoyo directo al crédito⁵. Los Gobiernos europeos complementaron el amplio apoyo a la liquidez brindado por el BCE desde el verano de 2007, garantizando las nuevas emisiones de bonos bancarios y aumentando los límites de las coberturas de los sistemas de garantía de depósitos. Además, los Gobiernos recapitalizaron entidades financieras y adoptaron «medidas de apoyo a los activos» para blindar a las entidades frente a pérdidas en sus activos. Estas medidas se proponían mitigar la adversa espiral de contagio reduciendo la presión sobre los bancos para que redujeran los préstamos con el fin de disminuir su nivel de endeudamiento.

Las extraordinarias medidas correctoras adoptadas por los bancos centrales y por los Gobiernos desde finales de 2008 han logrado restablecer la confianza en los sistemas financieros de todo el mundo y mejorar su capacidad de resistencia. Estas medidas, junto con los considerables estímulos monetarios y fiscales, han puesto en marcha un proceso de reforzamiento mutuo de la situación de los sistemas financieros y comportamiento de la economía real que ha favorecido la confianza y ha hecho disminuir el riesgo sistémico. No obstante, las medidas adoptadas para apoyar al sistema financiero han intensificado el riesgo de que se distorsione la competencia y de que se creen problemas de riesgo moral, e incluso pueden haber incrementado la posibilidad de que se produzca una asunción de riesgos excesiva, mientras que el drástico aumento de los desequilibrios fiscales amenaza la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En este artículo se presenta una perspectiva general y sistemática de las medidas que han adoptado los Gobiernos de la zona del euro en apoyo de sus sistemas financieros y las compara con las adoptadas en el Reino Unido y en Estados Unidos⁶. La estructura del resto del artículo es como sigue: La sección 2 se centra en un importante aspecto institucional de las medidas públicas, concretamente, si se aplican mediante actuaciones ad hoc diseñadas específicamente para entidades concretas o mediante planes nacionales. En la sección 3 se ofrece una descripción detallada de las medidas de apoyo empleadas por los Gobiernos (incluidos los importes concedidos y los comprometidos), esto es, la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos, los planes para garantizar la deuda bancaria, las medidas de recapitalización y los planes de protección de activos. En la sección 4 se describen las posibles estrategias de retirada de las distintas medidas adoptadas, mientras que la sección 5 termina comparando las medidas adoptadas en la Unión Europea y en Estados Unidos y esboza brevemente las lecciones aprendidas en materia de regulación.

2 MEDIDAS AD HOC FRENTE A PLANES NACIONALES

Al principio, aunque las turbulencias financieras pusieron de manifiesto la debilidad de una amplia gama de entidades financieras grandes y complejas, los riesgos sistémicos se encontraban contenidos en gran medida. Como reflejo del carácter idiosincrásico de las tensiones observadas en los sistemas financieros, los Gobiernos respondieron inicialmente con medidas ad hoc diseñadas en función de las necesidades concretas de las entidades que habían sufrido grandes pérdidas. No obstante, al intensificarse la crisis —con la quiebra de Lehman

5 A fin de situar en perspectiva la importancia del sector bancario en la zona del euro, a finales de 2007 los préstamos bancarios al sector privado representaban el 145% del PIB de la zona del euro, frente al 63% de Estados Unidos. Para más información, véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

6 Para más información, véase S. Stolz y M. Wedow, «Extraordinary measures in extraordinary times - bank rescue operations in Europe and the United States», Documento Ocasional del BCE, de próxima publicación.

Brothers en septiembre de 2008— y pasar a tener un carácter más sistémico, fue evidente que las intervenciones tendrían que extenderse a un conjunto mayor de entidades. Ello exigió un enfoque más global en lo que se refiere al diseño de los planes de apoyo. Uno de los primeros planes de carácter general en introducirse fue el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, conocido con el acrónimo de TARP, de Estados Unidos⁷. Al profundizarse la crisis, otros países siguieron este ejemplo y comenzaron a instaurar planes de apoyo al sector financiero. Por ejemplo, el 17 de octubre de 2008 se estableció en Alemania el Fondo para la Estabilización de los Mercados Financieros (SoFFin). La característica distintiva de estos planes consistía en el establecimiento de unos procedimientos más transparentes y predecibles, a través de los cuales los bancos podían obtener ayuda financiera. Más concretamente, la transparencia se mejoró mediante anuncios efectuados por los Gobiernos relativos a los compromisos financieros totales que estaban dispuestos a asumir en apoyo de sus sistemas financieros. Habitualmente, estos planes también imponían unos criterios específicos de selección, valoración y duración de las medidas de apoyo disponibles.

Si bien las medidas ad hoc pueden aplicarse, y se aplicaron, de forma rápida y flexible, la ventaja de los planes nacionales es triple. En primer lugar, en comparación con las medidas ad hoc, los planes nacionales suelen ser más transparentes en cuanto a las entidades a las que puede darse apoyo, así como al importe de la ayuda, su valoración y duración.

En segundo lugar, es menos probable que los planes nacionales distorsionen la competencia que las medidas ad hoc y, por lo tanto, reducen el riesgo de que las medidas de apoyo distorsionen la igualdad de trato de las entidades financieras que reciben la ayuda y de las que no la reciben, tanto dentro de un país como entre países. Además, la crisis ha tenido un impacto sustancial en las principales economías y ha demostrado claramente los límites de las respuestas nacionales en lo que se refiere a las actividades de las instituciones, mercados e instrumentos transfronterizos sistémicamente importantes. Ello ha hecho que la comunidad internacional reconozca la importancia de una sólida cooperación a escala mundial para abordar de manera efectiva los problemas planteados. Cuando la crisis alcanzó su máxima extensión en el otoño de 2008, los líderes del Grupo de los Veinte no solo se comprometieron a mejorar la cooperación, sino que también tomaron la iniciativa en cuanto al establecimiento del calendario de reformas, adoptando una postura común en lo que se refiere a la respuesta de política que se necesitaba. Debido al alto grado de integración financiera existente en la Unión Europea, la cooperación internacional a nivel de la UE se reforzó. Así pues, para hacer frente al rápido empeoramiento de la crisis, en octubre de 2008 los países de la UE acordaron un plan de acción concertada (véase recuadro 1 para más información).

7 La Ley sobre la estabilización económica urgente, promulgada en octubre de 2008, creó el programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*), que autoriza al Tesoro de EEUU a comprar o asegurar hasta 700 mm de dólares de activos problemáticos.

Recuadro

PLAN DE ACCIÓN CONCERTADA DE LA UE

En una cumbre de emergencia celebrada en París el 12 de octubre de 2008, los países de la zona del euro acordaron un plan europeo de acción concertada. Decidieron «complementar las medidas adoptadas por el BCE en el mercado monetario interbancario» y apoyar a los bancos fundamentalmente solventes¹. La cumbre ha allanado el camino para una acción concertada y coordinada de la UE en

1 La declaración de la cumbre puede consultarse en http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html. La declaración también menciona otros dos objetivos: lograr la suficiente flexibilidad en la aplicación de las normas contables, habida cuenta de las excepcionales circunstancias actuales de los mercados, y mejorar los procedimientos de cooperación entre los países europeos. Estos dos objetivos no entran en el ámbito de este artículo.

cuanto a: (i) la armonización de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos; (ii) la concesión de avales públicos para la emisión de bonos bancarios; (iii) la inyección de fondos para la recapitalización de entidades de crédito; y (iv) la adopción de medidas de apoyo a los activos.

De conformidad con la declaración de la cumbre de París, el BCE formuló recomendaciones sobre el marco apropiado para la concesión de avales públicos a la emisión de deuda bancaria². Entre otros aspectos, el BCE recomendó que no se concedieran garantías a los depósitos interbancarios. Asimismo, recomendó que la valoración de las garantías se basase en los diferenciales de los CDS, en caso de que se dispusiera de ellos, que se cobrara una comisión de 50 puntos básicos para que los Gobiernos recibieran una compensación justa y que las distorsiones de los mercados se minimizaran.

El BCE también publicó recomendaciones sobre la valoración de las medidas de recapitalización³. La valoración de los instrumentos elegidos para efectuar las inyecciones de capital debería basarse en una valoración del mercado acorde con el instrumento y con su correspondiente riesgo, así como con el riesgo específico de la entidad. Además, las inyecciones deberían contar con una estrategia de retirada específica que preserve el carácter temporal de la participación del Estado.

El BCE formuló asimismo unos principios generales para los planes de apoyo a los activos de las entidades de crédito⁴. Según estos principios, la participación de las entidades debería ser voluntaria. Además, la definición de activos admisibles para recibir la ayuda debería ser amplia, el grado de distribución de riesgos debería ser adecuado y la duración del plan de apoyo debería ser igual, si es posible, a la estructura de vencimiento de los activos. Con respecto a la valoración del plan, reconoció que se trata de un asunto importante y complejo, y aunque no recomendó un método específico, exigió transparencia y que se siguieran una serie de enfoques, incluida la utilización de las opiniones de los expertos. El BCE expresó su preferencia por la adopción de criterios comunes a todos los países.

2 Las recomendaciones pueden consultarse en http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guarantees.pdf.

3 Las recomendaciones pueden consultarse en http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisations.pdf. Las recomendaciones de la Comisión Europea sobre este tema pueden consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:010:0002:0010:EN:PDF>.

4 Las recomendaciones pueden consultarse en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemes.pdf>. Las recomendaciones de la Comisión Europea sobre este tema pueden consultarse en http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impairred_assets.pdf.

Los países se comprometieron a observar ciertos principios en las medidas adoptadas para responder a la crisis, de modo que «la Unión Europea en su conjunto actúe unida y evite medidas nacionales que pudieran crear distorsiones en el mercado único o acarrear perjuicios para los demás Estados miembros»⁸.

En tercer lugar, en el contexto europeo la obtención de la aprobación de una medida concreta por parte de la Comisión Europea puede ser más sencilla si esta forma parte de un plan nacional. En la Unión Europea, una intervención nacional requiere la aprobación de la Comisión, que trata de que las medidas

no distorsionen la competencia. Cada medida nacional ad hoc exige su aprobación individual por parte de la Comisión, mientras que las medidas que forman parte de un plan suelen estar sujetas a la aprobación del conjunto del plan. Lo anterior representa otra de las ventajas de los planes explícitos con respecto a las medidas ad hoc. Por lo general, la Comisión evalúa los criterios utilizados para la selección de las entidades, el importe de la ayuda y la valoración con el fin

8 Declaración de la cumbre de emergencia de los países de la UE celebrada el 12 de octubre de 2008 en París. La declaración puede consultarse en http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html.

de garantizar la igualdad de trato⁹. Habitualmente la aprobación de la Comisión ha sido rápida. Sin embargo, en varias ocasiones se han producido retrasos considerables cuando los requisitos para la reestructuración han conllevado negociaciones prolongadas con las autoridades nacionales. Esto ha supuesto un problema, sobre todo, en aquellos pocos casos de carácter internacional en el que varios Gobiernos han proporcionado ayuda a la misma institución¹⁰.

3 MEDIDAS ADOPTADAS

En general, las medidas de apoyo han estado a disposición de las entidades financieras que operan en un país concreto y de filiales extranjeras con numerosas operaciones internas en ese país. La ayuda se ha brindado normalmente a petición de una entidad financiera, aunque en algunos casos también se ha ordenado a los bancos que acepten esta ayuda (por ejemplo, en Estados Unidos y en Francia). Asimismo, las medidas de apoyo han ido acompañadas, por lo general, de restricciones al pago de dividendos, de requerimientos de presentación periódica de información sobre la evolución de las empresas, de requerimientos para la reestructuración de la participación del Estado en la gestión de las entidades de crédito, y de restricciones a la remuneración de los ejecutivos. Además, en algunos casos, la ayuda pública se ha proporcionado fijando objetivos explícitos para el crecimiento del crédito, con el fin de mantener la

oferta de crédito a la economía (por ejemplo, en Francia, Irlanda y el Reino Unido).

En el cuadro 1 se presenta una panorámica de las medidas de apoyo que se habían adoptado hasta

- 9 La Comisión aprobó inicialmente las inyecciones de capital para un período de seis meses, tras el cual habría que revisar las decisiones, teniendo en cuenta un informe sobre los avances realizados. En su Comunicación de 2009, titulada «The return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules», la Comisión clarificó el marco en el que se examinarían las planes de viabilidad y reestructuración de las entidades de crédito, que se han de enviar tras la concesión de ayudas públicas. En concreto, la Comisión tiene en cuenta: (i) las prácticas anteriores de la Comisión; (ii) el alcance mundial de la crisis actual; (iii) la importancia sistémica del sector bancario para el conjunto de la economía; y (iv) los posibles efectos sistémicos derivados de la necesidad de una serie de bancos de reestructurarse durante el mismo período.
- 10 La experiencia de estos casos muestra que los problemas encontrados durante las resoluciones de las crisis bancarias transfronterizas podrían derivarse, entre otros factores, de las distintas competencias y funciones desempeñados por las autoridades nacionales que participan en los procesos de rescate, de la extraordinaria presión asociada al tiempo en el que han de terminarse los detalles de la operación de rescate y del posible desacuerdo sobre la distribución de las cargas. Para evitar estos problemas en el futuro, la Comisión Europea está trabajando actualmente en un marco de la UE para la gestión de crisis transfronterizas en el sector bancario, que conllevaría cambios en tres áreas principales: i) intervención temprana en forma de medidas adoptadas por los supervisores encaminadas a restablecer la estabilidad y la solvencia financiera de una entidad cuando se están desarrollando los problemas, junto con las transferencias de activos entre entidades solventes de un mismo grupo con fines de apoyo financiero; ii) resolución de crisis bancarias, es decir, las medidas adoptadas por las autoridades nacionales para gestionar la crisis de una entidad bancaria, con el fin de contener su impacto sobre la estabilidad financiera y, en su caso, de facilitar una liquidación ordenada de la totalidad o de partes de la entidad; y iii) procedimientos de insolvencia, para la reorganización o la liquidación, conforme al régimen de insolvencias aplicable.

Cuadro 1 Medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos desde octubre de 2008

(en porcentaje del PIB; cifras a fin de febrero de 2010)

	Inyecciones de capital		Garantías de pasivos y préstamos		Apoyo a activos		Compromiso total que representan todas las medidas
	Dentro de los planes	Fuera de los planes	Garantías	Préstamos	Dentro de los planes	Fuera de los planes	
Zona del euro	1 (1)	1	5 (18)	2 (-)	0 (3)	1	27
Reino Unido	2 (3)	3	10 (19)	4 (-)	- (-)	13,8	43
Estados Unidos	2 (5)	0	2 (4)	0 (5)	2 (11)	1	26

Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Cifras acumuladas desde el comienzo de la crisis financiera, expresadas en porcentaje redondeado del PIB. Las cifras entre paréntesis muestran el compromiso total adquirido para cada medida y las que figuran antes de los paréntesis, los importes realmente concedidos. Es posible que algunas de las medidas no se hayan aplicado pese a haberse anunciado. Los importes concedidos realmente en concepto de «garantías» se refieren únicamente a emisiones de bonos. Las medidas «fuera de los planes» son medidas de apoyo adoptadas sin el establecimiento explícito de un plan, es decir, sin el apoyo directo de los Gobiernos. Este apoyo puede ser proporcionado, por ejemplo, por las administraciones locales, como en el caso del apoyo recibido por BayernLB del estado de Baviera. Para más información sobre las cifras de este cuadro, pueden consultarse las publicaciones oficiales de las autoridades nacionales correspondientes, como las ediciones de junio y diciembre de 2009 del Informe sobre Estabilidad Financiera (*Financial Stability Review*) del Banco de Inglaterra, si bien se ha de tener presente que las cifras pueden variar como consecuencia de la utilización de diferentes definiciones o enfoques.

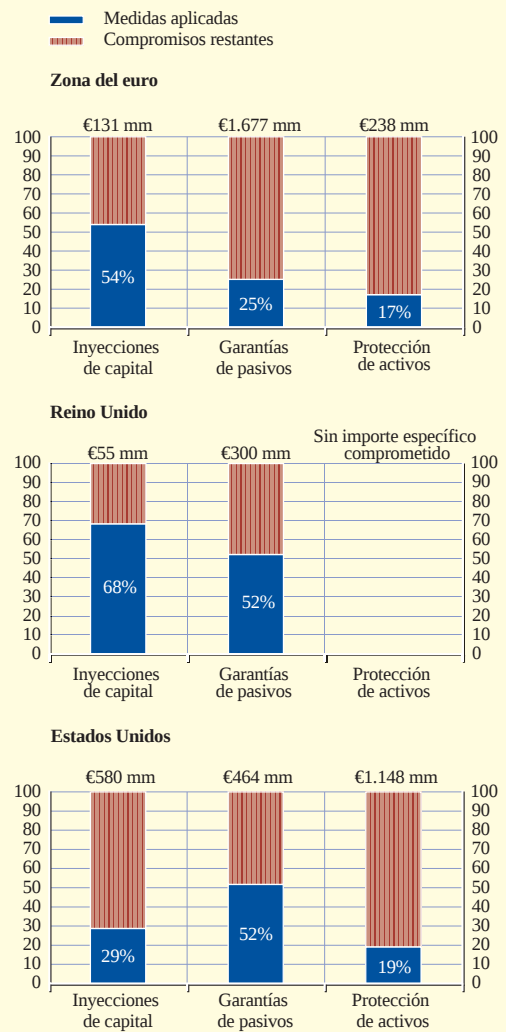
noviembre de 2009. En el cuadro se incluyen datos sobre todas las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta al empeoramiento de las crisis tras la quiebra de Lehman Brothers. Las medidas de apoyo se clasifican en tres categorías principales: (i) avales para la emisión de bonos bancarios; (ii) inyecciones de capital; y (iii) medidas de apoyo a los activos problemáticos¹¹. En el cuadro 1 se efectúa una distinción entre los importes que los Gobiernos se han comprometido a proporcionar (que figuran entre paréntesis) y los importes que se han concedido realmente a las entidades financieras. El cuadro 1 muestra también los importes comprometidos y los concedidos en el marco de los planes nacionales y fuera de ellos (es decir, las medidas ad hoc). El compromiso total equivale a la suma de los compromisos adquiridos en los planes nacionales, dividido en tres categorías (o el importe efectivo gastado a falta de compromisos explícitos), más los importes efectivos gastados fuera de los planes nacionales.

En lo que se refiere a la aplicación de las medidas, pueden extraerse algunas conclusiones. Aunque existen diferencias entre las distintas medidas y regiones, los importes son significativos en la zona del euro, en el Reino Unido y en Estados Unidos. Conviene observar también que hay, asimismo, diferencias significativas entre los países de la zona del euro (que no se muestran en el cuadro). En el gráfico 1 se presentan los porcentajes de los importes totales comprometidos en virtud de los planes nacionales que realmente se han concedido. La tasa de utilización es, en general, relativamente baja en todas las medidas, pero las variaciones son sustanciales: el uso de medidas de recapitalización ha sido relativamente generalizado, mientras que la emisión de bonos bancarios con garantías públicas ha sido considerablemente menor. Conviene destacar que el importe comprometido y las garantías de los pasivos son, en términos absolutos, mucho más elevados que el importe comprometido y el empleo de inyecciones de capital.

Además, el grueso de la ayuda financiera se ha dirigido a un número relativamente reducido de entidades (véase gráfico 2). Efectivamente, en la

Gráfico 1 Tasas de utilización de los planes nacionales de apoyo

(en porcentaje; febrero de 2010)



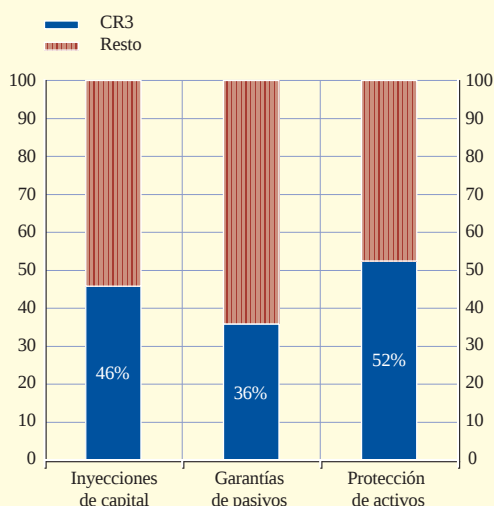
Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.

zona del euro en torno a la mitad de la ayuda concedida ha sido absorbida por las tres entidades más grandes receptoras de esta ayuda¹². En el caso de cada una de las medidas de apoyo concretas, las tres entidades más grandes representan

- 11 Además de estas tres categorías, en ocasiones los Gobiernos también han concedido préstamos puente a entidades concretas. Como estas medidas no se han utilizado sistemáticamente en toda la zona del euro, no se informa de ellas en este artículo.
- 12 Las tres instituciones que absorben el porcentaje de ayuda más elevado en forma de inyecciones de capital, de garantías de pasivos y de protección de activos no son las mismas.

Gráfico 2 Ratio de concentración de las medidas
aplicadas en la zona del euro
(octubre de 2008-febrero de 2010)

(en porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: La ratio de concentración CR3 indica el porcentaje de las medidas de apoyo aplicadas que ha sido absorbido por las tres entidades más grandes receptoras de la ayuda.

entre el 6% y el 9% del total de activos bancarios de la zona del euro.

Las siguientes secciones proporcionan una descripción más detallada de las medidas en el orden cronológico en el que se han adoptado¹³. Conviene observar que estas medidas de apoyo a los bancos se han utilizado habitualmente en combinación. No obstante, la utilización efectiva de las medidas ha seguido, en general, la misma secuencia, recibiendo las entidades de crédito ayuda en el lado del pasivo de sus balances antes de mejorar su activo.

GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS

Los sistemas de garantía de depósitos fueron una de las primeras medidas utilizadas para mitigar el impacto de las turbulencias financieras que se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers. En Europa, antes de la crisis, la legislación de la UE fijaba en 20.000 euros el importe mínimo de la garantía de los depósitos, con un elemento de coaseguro opcional del 10%, según el cual los depositantes asumían el 10% de las pérdidas incurridas.

Sin embargo, como esta cobertura resultó insuficiente para calmar la inquietud de los depositantes, en octubre de 2008 el límite se elevó hasta un mínimo de 50.000 euros, que podría incrementarse a 100.000 euros antes de que finalizara 2010¹⁴. Además, los países de la UE acordaron agilizar el proceso de devolución de los depósitos garantizados en caso de incumplimiento, en un intento de mejorar la eficacia del sistema de garantía de depósitos.

Uno de los principales acontecimientos que propiciaron el aumento del importe mínimo de la garantía de los depósitos fue la decisión adoptada por las autoridades irlandesas en septiembre de 2008 de proporcionar una garantía general¹⁵ para prácticamente todos los pasivos bancarios (incluidos los depósitos de particulares, de empresas e interbancarios), que representaban un porcentaje considerable del PIB¹⁶. La garantía general irlandesa, junto con la experiencia del pánico experimentado por los depositantes de Northern Rock, un banco británico que había quebrado, llevó a otros países a reformar sus propios sistemas de garantía de depósitos y a abandonar el coaseguro. Las garantías de los depósitos se han elevado desde entonces por encima de los 50.000 euros en la mayoría de los países de la UE y, en algunos casos, se han concedido garantías generales para los depósitos de particulares

13 Como este artículo sigue el orden en el que generalmente se aprobaron las distintas medidas, no facilita información sobre las fechas en las que se adoptaron los planes específicos o las medidas concretas. Se recomienda al lector interesado que consulte otras fuentes que ofrecen información sobre el momento en que se adoptaron las medidas de apoyo (por ejemplo, Petrovic y Tutsch, «National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis», Legal Working Paper n.º 8, BCE, julio de 2009). Asimismo, la Reserva Federal de Nueva York presenta un calendario en su web (http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/IRCTimelinePublic.pdf).

14 Acuerdo de 7 de octubre de 2008 alcanzado por los ministros de Hacienda en la reunión del Consejo ECOFIN (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/103250.pdf).

15 Una garantía general es una declaración del Gobierno de que todos los depósitos, y tal vez otros instrumentos financieros, están protegidos.

16 Los pasivos cubiertos incluyen todos los depósitos de particulares y de empresas (en la medida en que no estén cubiertos por los sistemas de garantía de depósitos existentes en Irlanda o en cualquier otra jurisdicción), los depósitos interbancarios, deuda *senior* no garantizada, bonos garantizados y deuda subordinada *junior* (Nivel 2 más bajo).

(por ejemplo, Alemania). En Estados Unidos, la garantía de los depósitos se ha ampliado temporalmente hasta los 250.000 dólares, pero está previsto que en enero de 2014 se vuelva a los 100.000 dólares. Además, el Fondo Federal de Garantía de Depósitos (FDIC) ofrece plena cobertura de las cuentas corrientes no remuneradas, independientemente de su importe en dólares, en virtud del Programa de Garantía de Cuentas Corrientes (*Transaction Account Guarantee*), que forma parte del Programa de Garantía Temporal de la Liquidez (*Temporary Liquidity Guarantee* o TLGP, en sus siglas en inglés)¹⁷.

AVALES PARA LA EMISIÓN DE BONOS BANCARIOS

Al igual que la ampliación de la garantía de los depósitos, la concesión de avales públicos para la emisión de bonos bancarios fue también una de las primeras medidas que se adoptó para ayudar a las entidades de crédito. Estos programas permitieron a los bancos emitir deuda garantizada por el Estado en caso de impago. Varios países comprometieron considerables recursos para garantizar las emisiones de bonos bancarios. Sin embargo, la utilización de avales públicos tardó en materializarse. Si bien a comienzos de octubre de 2008 ya se disponía de varios planes para garantizar la deuda, la emisión solamente cobró impulso a mediados de noviembre del 2008. En particular, la zona del euro y el Reino Unido llevaron la iniciativa en esta materia, y les sigue correspondiendo la mayoría del saldo vivo de la deuda garantizada por el Estado. En algunos países (por ejemplo, Italia) se han puesto en marcha planes en este sentido, pero ninguna entidad de crédito ha recurrido a ellos. En otros países, un número reducido de bancos ha utilizado estos programas, y los volúmenes emitidos son bajos. En Estados Unidos, estos bonos se garantizan en virtud del Programa de Garantía de la Deuda (*Debt Guarantee Program*), que también forma parte del TLGP gestionado por el FDIC. Los bancos pueden optar por acogerse a uno o a ninguno de los dos programas ofrecidos en virtud del TLGP.

La causa de que la utilización de estos programas se haya llevado a cabo con lentitud puede deberse

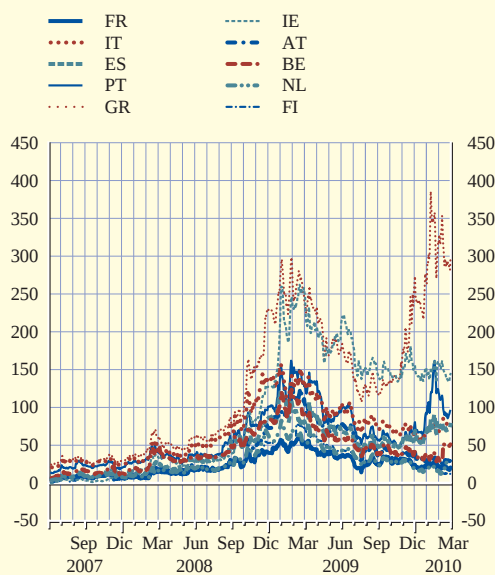
a varios factores, entre los que se encuentran: (i) la valoración (véase más adelante); (ii) el alto grado de competencia percibido entre los emisores financieros y los emisores no financieros en el mercado de renta fija privada; (iii) la posibilidad de que se produzcan efectos estigma; (iv) las condiciones de las garantías (por ejemplo, restricciones a la remuneración); y (v) el actual proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito y la desaceleración general de la demanda de crédito.

Un factor fundamental que limita la emisión de bonos garantizados ha sido el coste que conlleva. En primer lugar, el coste de emitir deuda a largo plazo —garantizada o no— ha pasado a ser cada vez mayor con respecto a las fuentes de financiación a corto plazo, a medida que ha aumentado la pendiente de la curva de tipos. En segundo lugar, en lo que se refiere a la valoración de las garantías, las entidades de crédito suelen pagar una comisión vinculada al riesgo de crédito de la entidad, más un margen. De conformidad con las recomendaciones del BCE, los países de la UE han recurrido a los diferenciales de los CDS de las entidades como base para su valoración. Dado que los diferenciales de los CDS se han situado en niveles históricamente elevados desde el inicio de la crisis, los bonos con garantías públicas pueden ser una fuente de financiación costosa. Por el contrario, en Estados Unidos el plazo de vencimiento de la deuda bancaria garantizada es el único determinante de la comisión que se ha de pagar. En tercer lugar, el mercado también exige una prima de liquidez relativamente alta para la deuda bancaria garantizada en comparación con la deuda pública. Finalmente, la valoración de los bonos se ha basado en los diferenciales de la deuda pública respectiva. Estos diferenciales han aumentado, lo que constituye una razón adicional de la reticencia a utilizar deuda bancaria garantizada por el Estado (véase gráfico 3). El aumento de estos diferenciales se ha visto reflejado, en gran medida, en los diferenciales de los *swaps* de bonos bancarios con garantías públicas (véase gráfico 4) y podría representar un

17 La comisión por participar en el Programa de Garantía de Cuentas Corrientes consiste en un recargo anual de 10 puntos básicos sobre las transacciones en cuentas corrientes no remuneradas por importe superior a 250.000 dólares estadounidenses.

Gráfico 3 Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro frente a Alemania

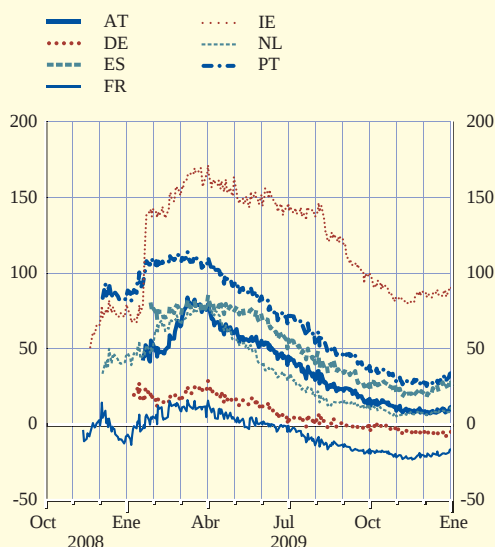
(en puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 4 Diferenciales de swaps de bonos bancarios con garantías públicas

(en puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

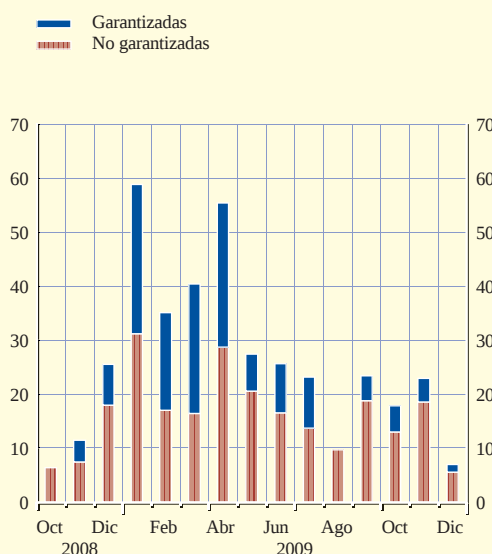
importante factor de coste para los bancos situados en países con diferenciales más elevados.

Aunque la utilización de los avales públicos por parte de los bancos ha sido lenta, esta fuente de financiación representa una parte significativa del total de la financiación obtenida por las entidades financieras de la zona del euro en el mercado de valores (véase gráfico 5). Sin embargo, la dependencia ha disminuido desde mediados del 2009. Mientras que la emisión bruta pone de relieve la actividad total en el mercado de deuda bancaria titulizada, la emisión neta arroja luz sobre la capacidad de los bancos de renovar los pasivos que van venciendo y, por tanto, sobre la posible brecha de financiación de los intermediarios financieros. El gráfico 6 muestra que parte de las emisiones queda compensada con creces con las amortizaciones y que hay una tendencia a sustituir la deuda a corto plazo por deuda a largo plazo.

La menor dependencia de los avales públicos que se observa en la financiación de las entidades de la zona del euro puede deberse, en parte, al hecho de que desde el verano del 2009 los bancos han

Gráfico 5 Emisiones brutas de bonos bancarios senior en la zona del euro

(mm de euros)

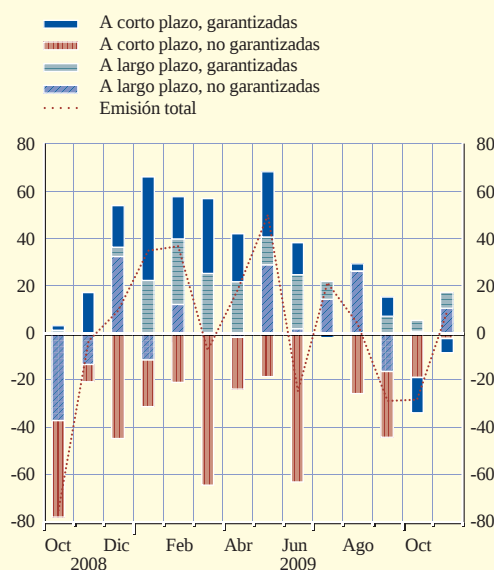


Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero

Gráfico 6 Emisiones netas de valores por parte de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: Estadísticas de las IFM y estimaciones del BCE.

podido sustituir la deuda a corto plazo garantizada por la liquidez proporcionada por el Eurosistema. Además puede explicarse por factores tales como la mejora gradual pero significativa de las condiciones de los mercados financieros que se registró en 2009 y el efecto de las adquisiciones de bonos garantizados por parte del Eurosistema, que con-

tribuyeron a impulsar la actividad en este segmento del mercado. Asimismo, el acceso de los bancos a la financiación en los mercados de bonos no garantizados es probable que refleje unas perspectivas mejores y más estables en lo que respecta al riesgo de crédito de muchos bancos, como consecuencia del fortalecimiento de su base de capital y del aumento de los beneficios no distribuidos.

En el cuadro 2 se presentan las características de los bonos bancarios garantizados por el Estado emitidos desde octubre de 2008. La mediana del vencimiento residual muestra que aproximadamente la mitad de los bonos garantizados vencerá dentro de dos años, es decir, a finales de 2011. El plazo de vencimiento y el tamaño de las emisiones de bonos varían ampliamente tanto entre los países como dentro de ellos. El vencimiento medio a la emisión se ha situado en torno a tres años en la mayoría de los países, pero el abanico de vencimientos a la emisión oscila entre 16 meses, en el caso de Grecia, y 45 meses, en el de los Países Bajos. En la Unión Europea, el vencimiento máximo de la deuda garantizada se limitó inicialmente a tres años, pero este límite se ha aumentado posteriormente en algunos países a medida que iba venciendo la deuda¹⁸. Sin embargo, la

18 Además de los límites al vencimiento, algunos países han puesto en práctica restricciones que limitan el importe total de la deuda garantizada por el Estado en relación con el saldo vivo total de la deuda *senior* no garantizada (por ejemplo, Estados Unidos).

Cuadro 2 Volumen y plazo de vencimiento de los bonos garantizados por los Gobiernos, emitidos entre octubre de 2008 y diciembre de 2009

País	Emisión total (mm de euros)	Número de emisores	Número de bonos	Importe medio de las emisiones (mm de euros)	Vencimiento medio (meses)	Mediana del vencimiento residual (meses)
Bélgica	4,0	2	5	0,8	35,4	19
Alemania	89,0	11	27	3,3	27,2	22
Irlanda	41,4	7	113	0,4	17,8	10
Grecia	2,0	2	3	0,7	16,3	29
España	43,1	37	106	0,4	34,0	29
Francia	101,0	2	70	1,4	27,2	19
Luxemburgo	1,0	1	4	0,3	19,5	13
Países Bajos	54,2	6	43	1,3	45,4	30
Austria	24,6	6	35	0,7	39,7	28
Portugal	4,9	6	6	0,8	37,0	27
Reino Unido	151,6	11	171	0,9	29,7	24
Estados Unidos	245,1	41	197	1,2	34,0	25
Total/media	934,1	184	1.356	0,7	33,0	25

Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Vencimiento residual a 1 de diciembre de 2009. Los importes en euros se basan en el tipo de cambio vigente el 1 de octubre de 2008. Las cifras corresponden a totales en las columnas 1 a 3 y a medias en las columnas 4 y 5.

deuda con vencimiento entre 3 y 5 años solo se ha garantizado en circunstancias excepcionales. La ampliación del vencimiento máximo se ha justificado, en parte, por la lenta utilización de las garantías, pues los bancos han mencionado el corto vencimiento ofrecido en sus jurisdicciones como el motivo principal de no aprovechar las ventajas de esta forma de ayuda.

INYECCIONES DE CAPITAL

Al persistir las turbulencias financieras, los saneamientos parciales llevados a cabo como consecuencia de la rebaja de las calificaciones crediticias tuvieron un fuerte impacto en el capital de las entidades de crédito. Además, al deteriorarse el entorno económico, los bancos tuvieron que hacer frente también a pérdidas en sus carteras crediticias y aumentaron las ponderaciones de riesgo de los activos no dañados, incrementando la presión sobre el nivel de capital de los bancos. Cuando se hizo evidente que las entidades de crédito no solo se enfrentaban a problemas de liquidez, sino también a posibles riesgos de insolvencia, varios Gobiernos empezaron a complementar los planes para garantizar los pasivos de los bancos con inyecciones directas de capital. Las inyecciones de capital se han efectuado principalmente mediante la adquisición de acciones preferentes o de otros instrumentos híbridos que cumplen las condiciones del capital de Nivel 1¹⁹.

El hecho de que las acciones preferentes constituyeran la herramienta principal para inyectar capital fue consecuencia, fundamentalmente, de los objetivos de reforzar el capital de los bancos, al tiempo que se dejaba la propiedad de las entidades en manos del sector privado y se aseguraba la prioridad de los derechos del sector público. Estos objetivos se han cumplido. Aunque las acciones preferentes no conllevan derechos de voto, dan a sus tenedores prioridad sobre los accionistas ordinarios en el pago de los dividendos y durante la liquidación. En cuanto a su inclusión en el capital regulatorio, solo las acciones preferentes no acumulativas pueden incluirse como elemento del capital de Nivel 1 (véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2005). Aun cuando pudieran considerarse capital regulatorio,

persiste la preocupación acerca de si la obtención de capital mediante la emisión de acciones preferentes supone realmente un desapalancamiento, en tanto en que esta forma de capital no tiene las mismas características de absorción de pérdidas que las acciones ordinarias. Además, los mercados se han centrado cada vez más en definiciones de capital de mayor calidad, tales como el capital y las reservas, netos de activos intangibles, que excluye las acciones preferentes. Este podría haber sido uno de los motivos del interés por convertir las acciones preferentes en acciones ordinarias²⁰. Otro motivo se refiere al alto coste de las acciones preferentes (véase más adelante).

Las inyecciones de capital han sido menos habituales en la zona del euro que en Estados Unidos. El volumen total de inyecciones de capital en Estados Unidos representaba el 2,6% del PIB en junio de 2009, su cota máxima, mientras que las recapitalizaciones alcanzaban el 1,3% del PIB en la zona del euro. En la Unión Europea, el Gobierno británico inyectó el mayor volumen de capital, con un máximo cercano al 5,1% del PIB. Otro aspecto importante es el distinto nivel de participación del sector público en los bancos que han recibido inyecciones de capital. En algunos casos, los bancos se han nacionalizado de facto, cuando el Estado se ha hecho con la mayoría de las participaciones, o se han nacionalizado realmente. Cabe citar como ejemplo el caso de Alemania, donde el Gobierno organizó incluso la venta forzosa de la participación de los accionistas minoritarios para hacerse con el pleno control de Hypo Real Estate, tras haberle concedido más de 100 mm de euros en garantías.

Respecto a la valoración de las inyecciones de capital, los bancos suelen pagar un cupón considera-

19 Algunos países han incluido una opción para convertir las acciones preferentes en acciones ordinarias, por ejemplo, los Países Bajos en el caso de ING.

20 Para fortalecer su capital, a finales de julio de 2009 Citigroup convirtió acciones preferentes por importe de 25 mm de dólares estadounidenses en acciones ordinarias, incrementando con ello hasta el 34% la participación del sector público de Estados Unidos en el banco. Antes de que se realizara esta operación, casi todos los tenedores no públicos de acciones preferentes habían acordado convertir sus tenencias en acciones ordinarias.

ble por sus acciones preferentes²¹. Una valoración elevada debería alentar una pronta salida de las entidades de crédito²², un incentivo que a menudo se ve reforzado por cláusulas *step-up* y de amortización²³. En general, los mecanismos de retirada existentes actualmente en la Unión Europea tienen como objetivo lograr un equilibrio entre la provisión de incentivos para una pronta retirada y prestar la debida atención a las circunstancias individuales de los bancos.

APOYO A LOS ACTIVOS

La incertidumbre en torno al valor de algunos tipos de activos mantenidos por las entidades de crédito puede haber provocado una cierta resistencia de los bancos a prestar en el mercado interbancario. Los saneamientos parciales posteriores hicieron mella en el capital de las entidades y les impidieron conceder créditos al sector privado. Así pues, la limpieza de los balances pasó a ser parte fundamental de las medidas de rescate. No obstante, el problema de valorar correctamente estos activos tóxicos también dio lugar a que su eliminación de los balances se convirtiera en una tarea difícil y compleja. Por lo tanto, a pesar de las lecciones aprendidas de crisis bancarias anteriores, es decir, que la limpieza de los balances era esencial para acelerar el proceso de recuperación (por ejemplo, la crisis asiática mencionada en Lindgren et ál., 1999), las medidas sistemáticas de apoyo a los activos solo pasó lentamente a formar parte del conjunto de herramientas utilizadas a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. Por el contrario, las medidas de apoyo ad hoc formaron parte de algunas de las primeras operaciones de rescate (véase más adelante).

En general, los programas de apoyo a los activos pueden adoptar la forma de planes de eliminación de activos (que transfieren los activos a otra entidad distinta, como los denominados «bancos malos») o de regímenes de aseguramiento de activos (que mantiene los activos en el balance de los bancos). Sobre la base de experiencias anteriores, el Eurosistema consideró las circunstancias específicas que determinan cuál de estos programas constituye la mejor alternativa. Las circunstancias que

favorecen el modelo de eliminación de activos incluyen (i) un alto grado de incertidumbre en cuanto a la calidad futura los activos de las entidades de crédito; (ii) la concentración de los activos deteriorados en unas pocas entidades del sistema financiero y (iii) aquellas en las que se considera más apropiado una «ruptura clara» para las entidades participantes, pese a unos costes iniciales más elevados. Por el contrario, las circunstancias que favorecen el modelo de aseguramiento de activos son: (i) un elevado índice de activos difíciles de valorar, como los bonos de titulización hipotecaria, entre los activos deteriorados; y (ii) aquellas en las que la consideración de la situación de las finanzas públicas favorecería medidas con un perfil de costes que, en el corto plazo, ejerce menos presión sobre la situación presupuestaria.

No obstante, la elección entre un plan de eliminación de activos y un régimen de aseguramiento de activos es extremadamente difícil en una situación en la que la calidad de los activos de los bancos es probable que se siga deteriorando. Es posible que esta incertidumbre sea uno de los motivos por los que muchas medidas combinan elementos de ambas opciones, por lo que pueden considerarse medidas híbridas. Tales medidas suelen implicar la

21 El cupón consta, en general, de tres elementos: (i) el rendimiento de la deuda pública como referencia de la mínima rentabilidad por riesgo y del coste de financiación del sector público; (ii) una prima que refleja el riesgo de crédito de la entidad financiera en cuestión, basada, por ejemplo, en el diferencial de CDS; y (iii) una comisión por los costes operativos. De conformidad con las recomendaciones del BCE, los cálculos establecen una banda de valoración para las acciones preferentes y otros instrumentos híbridos, con un límite inferior representado por el rendimiento medio requerido de la deuda subordinada equivalente al 6%, y un límite superior representado por el rendimiento medio requerido de las acciones ordinarias equivalente al 9,3% (véase http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf).

22 Un descenso de los diferenciales basados en el riesgo por debajo del nivel del componente utilizado para la valoración hará que la financiación privada sea más barata cuando se calmen los mercados. Por lo tanto, el mecanismo de valoración contiene ya un mecanismo de retirada incorporado. Sin embargo, una valoración elevada afecta también negativamente a la rentabilidad de los bancos y a su capacidad para retener los beneficios y acumular capital. Ello puede, a su vez, entorpecer la capacidad de los bancos para atraer otras formas de capital privado y, por lo tanto, retrasar la retirada del sector público.

23 Las cláusulas *step-up* se han aplicado mediante un incremento de los pagos del cupón de las acciones preferentes a lo largo del tiempo. Las cláusulas de amortización adoptan la forma de una opción de compra sobre la deuda, que permite al emisor amortizar el capital en cualquier momento.

transferencia de activos, financiada mediante préstamos garantizados por el sector público, y sofisticados acuerdos para la distribución de riesgos entre este sector y los bancos participantes.

Algunos países habían puesto en marcha medidas de apoyo a los activos antes incluso de que se agravara la crisis financiera en octubre de 2008. Los primeros ejemplos fueron medidas ad hoc que formaban parte de reestructuraciones llevadas a cabo con fines de rescate, tales como los planes de eliminación y de garantía de activos para apoyar a varios Landesbanken alemanes, el acuerdo para reforzar el capital de ING y la operación Maiden Lane en Estados Unidos²⁴.

En reconocimiento de la necesidad de apoyar a los activos de manera sistemática, varios países han introducido programas de protección de activos, como el Programa de Inversiones Públicas y Privadas (PPIP) en Estados Unidos, la Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) en Irlanda y, en Alemania, el Plan de Consolidación dirigido a los Landesbanken. En el Reino Unido, las autoridades ofrecieron aseguramiento de los activos a los tres bancos más grandes, dependiendo su participación del resultado de las pruebas de estrés llevadas a cabo por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA)²⁵. Las características de los planes de apoyo a los activos varían considerablemente de un país a otro. Por ejemplo, las clases de activos admitidas varían ampliamente de un plan a otro; al igual que el carácter de la participación, que es voluntaria en Alemania y Estados Unidos y obligatoria en Irlanda. Asimismo, los mecanismos de valoración son diferentes: los precios se establecen por medio de subastas en Estados Unidos, mientras que en Alemania e Irlanda los determinan los auditores.

Los posibles riesgos para el sector público son elevados, ya que los importes comprometidos para las medidas de apoyo a los activos son sustanciales (véase cuadro 1). Por ejemplo, el Reino Unido ha alcanzado un acuerdo para compartir los riesgos con el Royal Bank of Scotland, cuyo coste podría situarse en torno al 14% del PIB. No obstante, estas pérdidas solo se materializarían en el

caso improbable de que el conjunto de activos subyacentes perdiera todo su valor. Si los activos retienen parte de su valor, la consiguiente pérdida para el sector público sería menor. Además, si el banco que se beneficia de estas medidas de apoyo a los activos también recibe ayuda en forma de capital o de garantías de los pasivos, el contribuyente tendría que pagar bien las pérdidas en el lado derecho o en el lado izquierdo del balance, pero no las pérdidas en ambos lados.

4 RETIRADA DE LAS MEDIDAS PÚBLICAS

Las medidas de apoyo de los Gobiernos, junto con las adoptadas por los bancos centrales, han logrado restablecer la confianza en los sistemas financieros de todo el mundo y mejorar su capacidad de resistencia. Estas medidas, y los considerables estímulos macroeconómicos, han puesto en marcha un proceso de reforzamiento mutuo de la situación de los sistemas financieros y del comportamiento de la economía real que ha favorecido una mejora de las perspectivas del ciclo económico y una disminución del riesgo sistémico.

No obstante, las distintas medidas para apoyar al sector financiero supusieron considerables pasivos reales y contingentes para el sector público²⁶. Si bien sus déficits presupuestarios no se han visto muy afectados en el corto plazo, el posible impacto sobre la deuda pública depende de los fondos que serán necesarios para financiar cualesquiera medidas de recapitalización adicionales y de los pasivos

24 En el segundo trimestre de 2008, la Reserva Federal facilitó la fusión de JP Morgan Chase y Bear Stearns proporcionando un préstamo preferente a Maiden Lane (un banco malo en forma de sociedad limitada) para financiar la compra a Bear Stearns de una cartera de valores relacionados con hipotecas, préstamos para hipotecas residenciales y comerciales y otras coberturas asociadas.

25 Los acuerdos de acotamiento de activos determinaron un tramo de primeras pérdidas, que los propios bancos asumirían, mientras que el Gobierno acordó cubrir el 90% de cualesquiera pérdidas adicionales. Después de la realización de las pruebas de estrés, se permitió que Barclays quedara excluido, y el Gobierno llegó a acuerdos de distribución de pérdidas con RBS y con Lloyds. Sin embargo, Lloyds dio por concluido el acuerdo con el Gobierno antes de que pudiera llevarse a la práctica (véase sección 4).

26 En el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009, puede encontrarse más información sobre los efectos presupuestarios en la zona del euro.

contingentes que realmente se materialicen. Cabe observar que este hecho se añade al rápido aumento de la deuda y los déficits públicos atribuible a la desaceleración económica y a las medidas de estímulo de carácter discrecional. Al mismo tiempo, los presupuestos públicos se están beneficiando actualmente de la remuneración de las garantías y de las inyecciones de capital. Los pasivos contingentes asociados al apoyo al sector financiero constituyen los riesgos principales para la deuda o los déficits públicos en el medio plazo. Además, los riesgos fiscales en forma de rápidas variaciones en la actitud de los mercados, que podrían dar lugar a costes de financiación menos favorables, son considerables en el caso de aquellos países de la zona del euro con abultados desequilibrios presupuestarios.

Asimismo, algunas de las medidas de apoyo pueden distorsionar la competencia (entre los bancos que reciben la ayuda y los que no la reciben y entre entidades que pertenecen a jurisdicciones diferentes). Además, el apoyo, ya sea implícito o explícito, podría dar lugar a problemas de riesgo moral asociados a la disminución de la protección; incluida la posibilidad de una asunción de riesgos excesiva.

En este contexto, se ha iniciado un debate sobre las estrategias de retirada de las medidas de apoyo público, que está teniendo lugar simultáneamente a escala internacional y de la UE. Como consecuencia del sistema financiero tan integrado existente en la Unión Europea, las autoridades nacionales están de acuerdo en coordinar estas estrategias. Un enfoque coordinado ayudaría a evitar efectos de contagio transfronterizos adversos y a preservar la igualdad de trato. No obstante, este enfoque no implica necesariamente una aplicación sincronizada de las estrategias de retirada. La estrategia coordinada de la UE se basa en: (i) incentivos adecuados para retornar a un mercado competitivo; (ii) intercambio de información ex-ante entre los Gobiernos sobre las intenciones de retirar gradualmente las medidas; (iii) transparencia para el público y el sector financiero; y (iv) una evaluación de la estabilidad del sistema financiero.

En el caso de algunos bancos, especialmente los que han recibido apoyo público, será necesario

llevar a cabo una reestructuración fundamental para lograr su viabilidad a largo plazo cuando dejen de disponer de las ayudas. Esta reestructuración podría suponer la reducción de sus balances, mediante la eliminación de actividades inviables, con vistas a mejorar sus capacidades para generar beneficios. Efectivamente, tal reestructuración ya se está produciendo en algunos grandes bancos de la zona del euro.

El siguiente subapartado se centra en aspectos concretos de cada una de las medidas.

RETIRADA DE LA AMPLIACIÓN DE LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS

En la Unión Europea, el debate sobre la retirada de la ampliación de la garantía de los depósitos gira en torno a una reforma coordinada de los sistemas de garantía de depósitos, que consistiría, en esencia, en un incremento de los límites de las coberturas (comparado con el límite anterior a la crisis), pero también de una reducción del plazo de los pagos en caso de insolvencia. Los límites de la cobertura se han elevado y, en algunos países, se ha concedido una garantía ilimitada a los depósitos. Hasta el momento no se ha hablado de una fecha límite específica para que desaparezca esta garantía ilimitada. En Estados Unidos, el límite actual de 250.000 dólares estadounidenses por depositante dejará de estar vigente a finales de 2013, momento en que se reducirá a 100.000 dólares.

RETIRADA DE LOS AVALES PARA LA EMISIÓN DE BONOS BANCARIOS

La posibilidad de una retirada basada en el mercado está implícita en los mecanismos que tienen un precio fijo para los avales públicos, en la medida en que la mejora de las condiciones de los mercados eleva los costes de emitir bonos garantizados por el Estado en relación con los de emitir bonos no garantizados. En los gráficos 5 y 6 se muestra que las entidades de crédito de la zona del euro ya han empezado a sustituir la emisión de bonos garantizados por la de bonos no garantizados. Sin embargo, todavía puede ser demasiado pronto para extraer una conclusión general de que los bancos

han comenzado a recuperar el acceso a los mercados de financiación, ya que algunos de ellos aún se enfrentan a graves problemas.

En Estados Unidos, el Programa de Garantía de la Deuda se amplió seis meses, hasta el último día de octubre de 2009. Al mismo tiempo, las comisiones se elevaron en el caso de la deuda emitida después del 1 de abril de 2009 y en el de la deuda con vencimiento posterior al 30 de junio de 2012²⁷. Este hecho supuso el inicio real de la retirada de este programa, al que le ha sucedido una facilidad de garantía de emergencia, cuya duración es de seis meses y que dejará de funcionar a finales de abril de 2010. La comisión por la deuda emitida en virtud de esta facilidad asciende, al menos, a 300 puntos básicos, pero puede incrementarse dependiendo de los riesgos asociados a la entidad emisora.

RETIRADA DE LAS INYECCIONES DE CAPITAL

En términos generales, existen dos enfoques en relación con la retirada de las recapitalizaciones públicas. En primer lugar, el Gobierno puede vender sus participaciones en el mercado privado. Actualmente, el único caso que se ha registrado ha sido la venta por parte del Gobierno suizo de su participación en UBS a inversores institucionales. En segundo lugar, la entidad de crédito puede devolver al Estado el capital recibido. Existen varias alternativas y opciones, en general, complementarias para obtener financiación con el fin de devolver el capital al sector público. La estrategia principal, observada durante las iniciativas relativas a la devolución del capital por parte de los grandes bancos en Francia y en el Reino Unido, es captar capital en los mercados privados. Esta estrategia se ha visto complementada con los beneficios no distribuidos, la venta de unidades de negocio, el proceso de desapalancamiento y la conversión del capital de Nivel 2 de los inversores privados en acciones ordinarias.

Si bien la retirada de los planes para garantizar la deuda bancaria sigue debatiéndose, la retirada de la recapitalización ha comenzado ya. Los bancos estadounidenses han sido claramente los primeros en devolver el capital, a finales de marzo de 2009.

Hasta el momento han reintegrado el 16% del capital que habían recibido. Inicialmente fueron, sobre todo, los bancos más pequeños los que empezaron a restituir el capital público. Solo después de que se conociera el resultado de las pruebas de estrés llevadas a cabo por las autoridades estadounidenses recibieron permiso los grandes bancos para devolver el capital al Tesoro de Estados Unidos, lo que explica la oleada de devoluciones observada en junio de 2009.

En la Unión Europea, Lloyds TSB fue el primer banco en emitir nuevas acciones para poder restituir el capital (4,4 mm de euros) al Estado, en junio de 2009. A esta emisión le siguió la venta de 4 mm de euros en acciones de UBS en poder del Gobierno suizo en agosto de 2009. En el otoño de ese mismo año, varios grandes bancos franceses anunciaron su intención de devolver las inyecciones de capital recibidas del Estado. Estas devoluciones ascienden a más de la mitad del importe total de capital público inyectado a las entidades de crédito en Francia. Estos acontecimientos indican que la retirada de los planes públicos también está en marcha en la Unión Europea.

En general, los acontecimientos recientes parecen indicar que los incentivos establecidos por los Gobiernos para inducir la pronta devolución del capital recibido han sido eficaces en el caso de los bancos solventes. Una retirada temprana es posible, generalmente, en el caso de las entidades que se han visto menos afectadas por la crisis financiera o que han conseguido una rápida recuperación. La mejora de los beneficios ha facilitado la obtención de nuevo capital en el mercado y la retención de los beneficios para devolver la ayuda pública. No obstante, a otros bancos que han recibido el apoyo público les resultará mucho más difícil devolver esta ayuda. De hecho, el incentivo para restituir pronto el capital podría ser muy ineficaz en el caso de las entidades de crédito que no pueden obtener fondos en los mercados privados ni retener beneficios. En esos casos, las alternativas para lograr la devolución son más limitadas y podrían tener que reducir su endeudamiento o vender uni-

27 Véase <http://www.fdic.gov/regulations/resources/TLGP/faq.html>.

dades de negocio. En última instancia, la restitución del capital por parte de estos bancos requeriría mucho más tiempo. Cabe observar, asimismo, que los bancos que financian la devolución del capital mediante el desapalancamiento podrían reducir sus actividades crediticias, contribuyendo con ello a posibles restricciones de crédito para la economía real. Además, el ejemplo de Suiza muestra que los Gobiernos pueden también tratar de aplicar estrategias activas de retirada a través de la venta de sus participaciones. Sin embargo, ello exige un aumento suficiente del precio de las acciones, con el fin de proteger los intereses de los contribuyentes, y mercados que sean capaces de absorber las importantes participaciones del Estado.

RETIRADA DEL APOYO A LOS ACTIVOS

La mayor parte del apoyo a los activos se ha concedido a través de medidas ad hoc diseñadas específicamente para entidades concretas. Los programas son escasos y únicamente se han establecido en los últimos meses (en Irlanda, Alemania y Estados Unidos). La aplicación de medidas en apoyo de entidades concretas en virtud de estos programas sigue en marcha. Normalmente se anuncia un plazo de inscripción durante el cual las entidades financieras admitidas pueden acogerse al programa. Después de que se haya terminado el plazo, el programa se da por cerrado y el acceso ya no es posible.

Como el apoyo a los activos se concede para toda la vida de los activos subyacentes, las medidas de apoyo a los activos generalmente se autoliquidan. Sin embargo, conviene mencionar que, debido al largo plazo de vencimiento de los activos subyacentes, estas medidas se mantendrán durante un período considerable.

En principio, las medidas de apoyo a los activos pueden finalizar antes de que venzan los activos subyacentes. En el caso de las medidas de eliminación de activos, el gestor de los activos —ya sea un inversor privado (por ejemplo, en virtud del PPIP en Estados Unidos) o una agencia pública (por ejemplo, la NAMA en Irlanda)— puede venderlos cuando mejoran los precios de mercado. En el caso de las medidas de aseguramiento de los ac-

tivos, donde los activos se acotan y se mantienen en el balance de la entidad financiera, esta puede dar por concluido el acuerdo de garantía. Hasta el momento no se ha producido una retirada temprana de este tipo, pero las medidas se acaban de introducir. Lo que se ha observado, sin embargo, es la retirada de algunos bancos de las medidas que se habían anunciado, pero que no se habían puesto en marcha. En Estados Unidos, tras la publicación de los resultados del *Supervisory Capital Assessment Program*, el Bank of America anunció que no pensaba seguir adelante con las medidas de aseguramiento de los activos acordada con el Tesoro de Estados Unidos, la Reserva Federal y el FDIC. Así pues, el mecanismo de acotación de activos se abandonó sin haberse puesto en práctica, y el Bank of America pagó una comisión de 425 mm de dólares a las autoridades en septiembre de 2009 a cambio de la protección implícita que ya se le había proporcionado desde que se anunciara el acuerdo de aseguramiento de activos. En el Reino Unido, Lloyds se retiró en noviembre de 2009 del acuerdo alcanzado con el Gobierno en marzo de 2009 para compartir las pérdidas derivadas de un conjunto de activos por importe de 260 mm de libras esterlinas, ya que, debido a la mejora de las condiciones de los mercados, pudo obtener capital suficiente para cubrir las posibles pérdidas derivadas de este mismo conjunto de activos. Lloyds pagó al Gobierno una comisión de 2,5 mm de libras esterlinas para retirarse del acuerdo.

En resumen, la retirada de las medidas de apoyo a los activos podría ser menos complicada que su introducción. Sin embargo, aún no ha entrado a formar parte del debate político actual, pues estas medidas se han introducido hace poco tiempo o se están empezando a aplicar en estos momentos.

5 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Las amplias medidas de apoyo público al sector financiero han constituido un elemento clave en la gestión de la crisis. Por lo que respecta a las medidas utilizadas, las respuestas de la Unión Europea a la crisis han sido prácticamente similares a las de Estados Unidos. En primer lugar, los Gobiernos

de la UE y de Estados Unidos han empleado instrumentos similares (avales públicos, inyecciones de capital y de liquidez y protección de activos). En segundo lugar, además de la semejanza en cuanto a su alcance, las medidas también han sido similares en su magnitud. Al igual que la Unión Europea, Estados Unidos ha recurrido a una mezcla de medidas ad hoc dirigidas a entidades concretas y de planes que abordaban las necesidades de carácter más amplio del sistema financiero. No obstante, también existen diferencias importantes. Los cuantiosos reembolsos de capital efectuados hasta la fecha por los bancos estadounidenses han constituido una diferencia fundamental. Ello puede atribuirse, en parte, al hecho de que las inyecciones de capital fueron obligatorias en el caso de los grandes bancos estadounidenses, mientras que en Europa la ayuda en forma de capital ha sido, por lo general, voluntaria. En Francia, donde las inyecciones de capital también han sido obligatorias, las entidades de crédito han comenzado a devolver importes considerables del capital que han recibido.

En la Unión Europea se han puesto de manifiesto sustanciales diferencias en cuanto a las respuestas dadas a la crisis. Estas diferencias reflejan, en parte, la magnitud de los problemas afrontados por cada uno de los sistemas bancarios, el grado en el que los sistemas bancarios están expuestos a activos problemáticos y, posiblemente, las restricciones presupuestarias del sector público que imponen límites a los compromisos. Más concretamente, una serie de

países europeos han establecidos planes para abordar los problemas de sus sistemas financieros, mientras que muchos otros han recurrido a medidas ad hoc para entidades concretas. Dada la amplia variedad de enfoques existentes en Europa, Estados Unidos se encuentra, naturalmente, en algún lugar intermedio. Un ejemplo que cabe citar es la ampliación de la garantía de los depósitos hasta 250.000 dólares en Estados Unidos, que parece una cobertura elevada si se compara con la media de los estándares europeos, pero que es pequeña en relación con las garantías ilimitadas concedidas en algunos países de la UE.

De la experiencia de la concesión de ayudas públicas al sector financiero pueden extraerse varias lecciones para el futuro. La primera de ellas se refiere al hecho de que, si bien el proceso de coordinación de la UE ha funcionado, en general, de manera eficiente, aún hay margen de maniobra para mejorar la coordinación pública con el fin de abordar los problemas de insolvencia de las entidades financieras transfronterizas. En segundo lugar, existe la necesidad de mayor uniformidad en cuanto a los instrumentos y los enfoques utilizados en la gestión y resolución de crisis. En tercer lugar, es preciso limitar cualquier comportamiento de riesgo moral por parte de los participantes en los mercados como resultado del apoyo proporcionado por el sector público. Todas estas cuestiones son objeto de atención a nivel internacional y europeo.