

EL APOYO PÚBLICO AL SECTOR FINANCIERO EN LA ZONA DEL EURO
DURANTE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

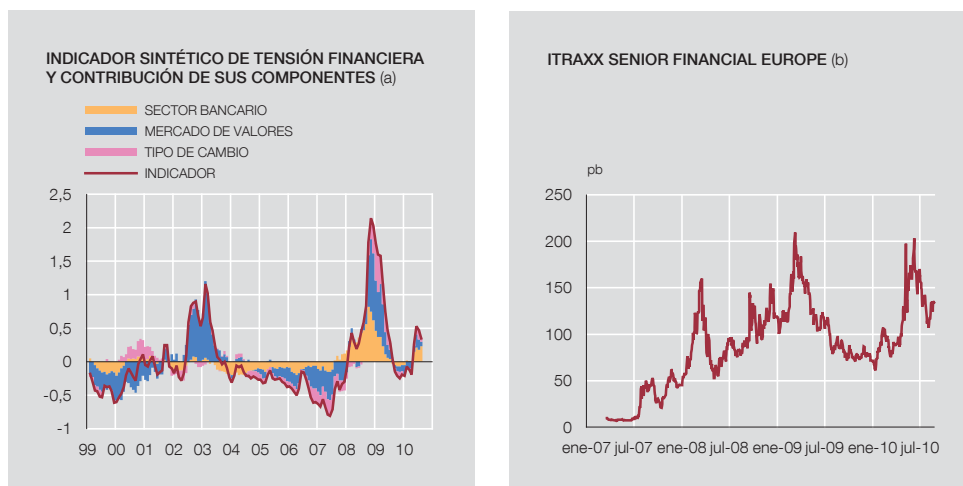
La profunda crisis financiera iniciada hace más de tres años ha requerido grandes intervenciones públicas de apoyo al sistema financiero a escala mundial para garantizar su estabilidad. Tras el estallido en el mercado americano de hipotecas *subprime*, las tensiones se propagaron rápidamente y hasta el otoño de 2008 la crisis se mostró como un fenómeno eminentemente financiero que en Europa golpeó a las entidades con mayores necesidades de liquidez y con exposición a los riesgos originados en Estados Unidos a través de productos estructurados en sus carteras o indirectamente a través de líneas de crédito a vehículos fuera de balance. Durante esta etapa, algunos Gobiernos de la zona del euro tuvieron que intervenir de forma específica para paliar los problemas de algunas entidades, como fueron los casos de las alemanas IKB o Sachsen LB. Paralelamente, las autoridades monetarias flexibilizaron la provisión de liquidez y contribuyeron así a reducir las dificultades que se produjeron en el acceso a los mercados interbancarios.

Tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, las tensiones adquirieron dimensiones sistémicas y los aspectos macroeconómicos se superpusieron a los financieros. La decisión de las autoridades estadounidenses de no rescatar este banco de inversión precipitó un cambio radical en la percepción de incertidumbre. En el gráfico 1 puede observarse cómo indicadores de estrés financiero alcanzaron cotas elevadas en el cuarto trimestre de aquel año. El aumento notable de las primas de riesgo y de la volatilidad en los mercados, las caídas acusadas en el valor de los activos financieros y una drástica disminución de la liquidez supusieron que incluso las entidades solventes, sin exposición a los activos que dieron origen a la crisis, se volvieran vulnerables. La paralización de muchos mercados vino ocasionada por la complejidad y la opacidad con las que el modelo de *originar y distribuir* había esparcido el riesgo derivado de un extraordinario dinamismo del crédito en los últimos años y que el propio modelo había alentado.

Los Gobiernos de la UE elevaron las garantías sobre los depósitos bancarios para evitar retiradas en masa y realizaron intervenciones urgentes de rescate de entidades de dimensión sistémica en septiembre y octubre de 2008, como fueron los casos de Hypo Real Estate, Fortis o Dexia. Además, en la cumbre extraordinaria de París, el 12 de octubre de 2008, los Gobiernos de la UEM lanzaron un plan de acción concertado con medidas de apoyo al conjunto del sistema para salvaguardar su estabilidad, y con el objetivo adicional de que las tensiones no obstaculizaran el flujo de crédito al sector privado y agravaran y retroalimentaran la crisis económica y financiera. El BCE, como otras muchas autoridades monetarias, redujo notablemente los tipos de interés y facilitó abundante liquidez mediante los mecanismos habituales, así como con nuevas medidas no convencionales.

El carácter global de la crisis requirió que se intensificara la coordinación internacional para evitar que las respuestas unilaterales añadieran más confusión a una situación dominada por la inseguridad y la incertidumbre —aunque las intervenciones públicas no pudieron impedir que las fuertes perturbaciones financieras hiciesen mella en la economía real de un gran número de países, que entraron en una fuerte recesión hacia finales de 2008—. Una vez logrado

1. Los autores agradecen a Carmen Marín González el apoyo técnico que les ha prestado en la elaboración de este artículo.



FUENTES: Markit y Banco de España.

a. Cada subíndice —mercados de valores, al sector bancario y mercado cambiario— se calcula como promedio de variables normalizadas. En el primer caso se incluyen el nivel (cambiado de signo), la volatilidad implícita de un índice bursátil y el diferencial de rentabilidad de los bonos privados BBB. El indicador bancario se compone de un índice bursátil bancario (invertido), la pendiente de la curva de rendimientos (invertida) y una medida del riesgo de contrapartida del sector que se aproxima como el coste adicional de la financiación interbancaria sin colateral (EURIBOR) con respecto a la deuda pública. El subíndice del mercado cambiario recoge la volatilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar.

b. Índice de primas de CDS (contratos de seguro de riesgo de crédito) de 25 entidades financieras.

el control de los riesgos extremos, el sistema financiero inició una gradual estabilización a partir de la primavera de 2009, dentro de una situación de fragilidad y en un contexto de débil recuperación económica que necesitó del apoyo público para facilitar un redimensionamiento ordenado y necesario del sector. De hecho, las tensiones resurgieron en la primavera de 2010, esta vez relacionadas con el episodio de inestabilidad que vivieron los mercados de deuda soberana del área como consecuencia de la crisis griega. En respuesta a esta situación se realizaron pruebas de resistencia a un amplio grupo de bancos de la UE, que revelaron una posición global del sector sólida.

El impacto de la crisis sobre los sistemas bancarios no ha sido uniforme ni entre Estados miembros ni entre entidades de un mismo país. Esto refleja, por un lado, diferencias en los modelos de negocio de la banca y en la posición inicial de las entidades para absorber las perturbaciones. Pero, por otro, responde también a las distintas situaciones de partida desde la que cada economía se enfrentó a los *shocks* y a la forma heterogénea en la que se vieron afectadas por ellos. Por estas razones, las actuaciones de los Gobiernos no han estado completamente sincronizadas ni las estrategias de respuesta han sido las mismas, aunque, en el seno de la UE, las intervenciones públicas en el sistema bancario han tenido que respetar unos principios básicos comunes y la Comisión Europea (CE), como garante del Tratado, se ha encargado de autorizar estas actuaciones bajo circunstancias extraordinarias, ya que las ayudas públicas pueden ser incompatibles con el mercado único.

En general, la CE puede permitir ayudas estatales «destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro» al amparo del artículo 87, apartado 3, letra c), del Tratado y de las directrices comunitarias sobre ayudas estatales de salvamento y de reestructuración de empresas en crisis. En el contexto de la actual crisis, la Comunicación 2008/C 270/2, de 25 de octubre de 2008, aclaró la aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras, tanto a las

concedidas mediante un régimen general —los llamados «esquemas»— como a intervenciones específicas. En este sentido, han de respetarse unos principios generales, referidos a aspectos como la duración de las ayudas (solo mientras dure la situación de crisis), los destinatarios (entidades esencialmente sólidas afectadas por problemas transitorios), la adecuación a los objetivos establecidos (solucionar perturbaciones graves), la proporcionalidad de las medidas (lo estrictamente necesario) y sus efectos sobre la competencia (que limiten las distorsiones respecto a otros competidores, sectores o Estados miembros). A estos principios generales se pueden añadir algunos más de entre los adoptados en las Conclusiones del Consejo ECOFIN del 7 de octubre de 2008, relativos a la protección de los intereses de los contribuyentes, a las responsabilidades de los accionistas en cuanto a las consecuencias de la intervención, a la sustitución de gestores y al control de la política de su retribución.

En este contexto, este artículo describe de una manera articulada las medidas que han puesto en práctica los Gobiernos de la zona del euro para aliviar las tensiones a las que se han visto expuestas las entidades y para garantizar la estabilidad del sistema financiero, distinguiendo cuatro fuentes diferentes de presión sobre el balance de las entidades. Más concretamente, en la siguiente sección se consideran las medidas tomadas en respuesta al incremento de las necesidades de liquidez de los bancos. En el apartado tercero se tratan las respuestas a los riesgos para la refinanciación de la deuda bancaria, y en el cuarto y el quinto se describen, respectivamente, las actuaciones en un contexto de insuficiencia de capital y de incertidumbre en el valor del activo de los bancos. Es importante señalar, no obstante, que la marcada heterogeneidad en la situación de partida de cada sistema y en las acciones acordadas por los diferentes Estados y el escaso tiempo transcurrido desde su adopción no permiten aún llevar a cabo una valoración comparada de las distintas medidas. Este es, por tanto, un objetivo que no se persigue en este trabajo, que, como es habitual, concluye con una breve recopilación de las principales ideas desarrolladas a lo largo del mismo.

Las mayores necesidades de liquidez

El aumento de los colchones de liquidez es la respuesta natural de las entidades financieras a un contexto de incertidumbre sobre la corriente de ingresos y sobre la necesidad futura de recursos. Durante la actual crisis, esta reacción se vio complicada por los graves problemas de información asimétrica asociados al desconocimiento del volumen y distribución de las pérdidas potenciales en el activo de los bancos. Estas pérdidas se vincularon inicialmente a las carteras de productos estructurados, aunque la propagación de las tensiones financieras y la agudización de la crisis económica, con carácter global, acabaron erosionando la calidad de un conjunto más amplio de activos bancarios. Se alimentaron así los problemas de confianza que se derivaban de la dificultad de distinguir la calidad crediticia y la solvencia de los bancos, lo que implicó el bloqueo de mercados esenciales, como el interbancario.

El riesgo de que las necesidades de liquidez se transformaran en problemas de solvencia requirió una respuesta inmediata por parte del BCE, que, al igual que las autoridades monetarias de otros países afectados, flexibilizó y amplió los sistemas de provisión de liquidez, alcanzando un grado de relajación extraordinario a partir de octubre de 2008 [véase Millaruelo (2009)]. En algunos países también se consideraron medidas de refuerzo a través de esquemas de préstamos o intercambios de valores para mejorar el acceso de los bancos a la liquidez del Eurosistema y del mercado interbancario. Estos programas se aprobaron a finales de 2008 en Grecia y en Italia —y en Chipre y en Eslovenia en 2009—, además de la adquisición temporal de activos de calidad establecida en España a través del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF). Algunos Gobiernos también llegaron a contemplar la posibilidad de establecer garantías en los depósitos interbancarios, lo que podría haber supuesto una interferencia en el principio de igualdad de condiciones en el mercado interbancario de la zona del euro, clave para la conducción de la política monetaria única.

**El riesgo sobre
la refinanciación
de la deuda bancaria**

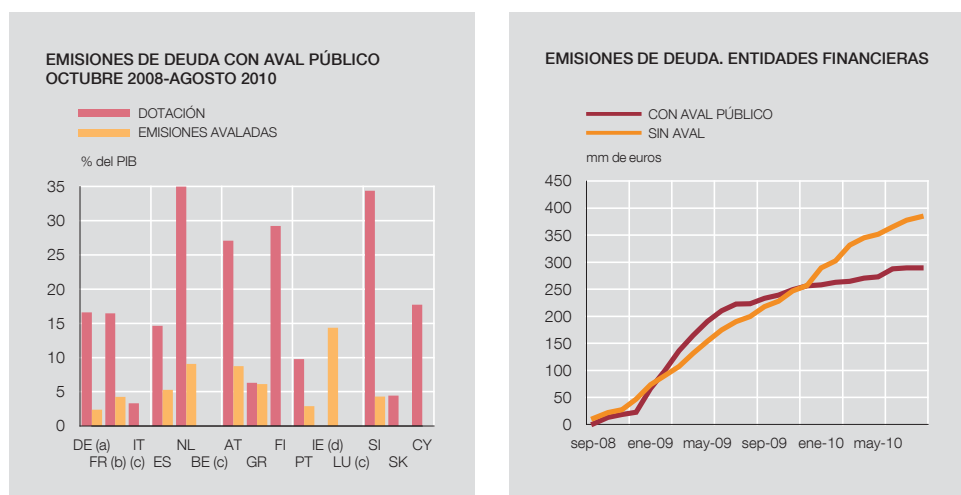
Los problemas de información asimétrica a los que se ha hecho referencia anteriormente provocaron dificultades crecientes para colocar deuda en los mercados, incluso a través de instrumentos de elevada calidad como los *covered bonds* —las cédulas hipotecarias del mercado español—. Muchas entidades tenían una gran dependencia de los mercados de deuda y monetarios, tras haber recurrido a ellos de forma masiva para financiar una rápida expansión de la cartera crediticia durante los años anteriores. La prolongación y la agudización de las restricciones de acceso a los mercados a finales de 2008 pusieron en riesgo la renovación del pasivo bancario y la obtención de fondos para atender la demanda de crédito, lo que suponía el riesgo de que se tradujese en ventas descontroladas de activos, en una competencia desmedida en el mercado de depósitos y, en casos extremos, en problemas de solvencia.

Para aliviar esta fuente de tensión, en algunos países se proporcionaron recursos a través de préstamos o adquisiciones de activos, mecanismos que permitían aliviar las tensiones a las entidades financieras con una capacidad más limitada para emitir en condiciones aceptables en los mercados. La adquisición de activos de elevada calidad tiene la virtualidad de limitar el riesgo para el contribuyente y no incrementa necesariamente el endeudamiento de las entidades, salvo que el Estado adquiera en firme activos emitidos por estas (lo que se asemejaría a la suscripción pública de las emisiones bancarias). En el caso español, por ejemplo, se creó el FAAF para comprar a las entidades activos de máxima calidad, utilizando criterios de mercado y priorizando los respaldados por nuevo crédito para apoyar la financiación al sector privado. Este Fondo llegó a adquirir activos por un importe del 1,8% del PIB (19,3 mm de euros), celebrándose la cuarta y última subasta en enero de 2009.

En el caso de Francia, en cambio, la provisión de recursos se realizó mediante préstamos garantizados. Para ello se creó la *Société de Financement de l'Économie Française* (SFEF), con participación pública y privada, cuyas emisiones disfrutaron del aval estatal y los fondos obtenidos se distribuyeron en forma de préstamos a entidades. La clasificación de esta agencia fuera del sector de Administraciones Públicas permite que los instrumentos emitidos no se contabilicen como deuda pública y que, por tanto, el impacto presupuestario sea, como en el caso de los avales públicos a las emisiones bancarias, en forma de pasivos contingentes. Por otra parte, la concentración de la actividad emisora en la SFEF ha favorecido una buena acogida de los bonos por parte de los inversores, lo que ha repercutido en un tipo de interés relativamente ventajoso.

Pero la medida más extensamente utilizada en la zona del euro para limitar los riesgos de refinanciación del pasivo bancario ha sido el aval del Estado en las nuevas emisiones bancarias —con vencimiento hasta un máximo de cinco años—, dentro de un conjunto de principios y criterios comunes que los países de la UE acordaron en el contexto del plan de acción conjunta lanzado el 12 de octubre de 2008. Estos avales no reducen el endeudamiento de las entidades, pero su principal ventaja frente a las opciones anteriores reside en su capacidad para movilizar capital privado de forma directa, limitando las potenciales pérdidas para el Estado cuando las entidades se encuentran bien capitalizadas.

Además, la instrumentación del aval permite preservar la disciplina de mercado —a mayor riesgo, tipo de interés más elevado— si, como ocurre en la UE, la remuneración del aval depende del coste de aseguramiento del riesgo de impago para cada banco. No obstante, hubo que buscar un equilibrio para que unos requisitos excesivamente estrictos no desincentivasen la utilización de estos programas, atrajeran solamente a las entidades con mayor riesgo y convirtiesen la solicitud del aval en un problema de estigmatización. Además, la remuneración del aval suele incluir un coste o margen adicional fijo, con el fin de limitar las externalidades negativas sobre otros instrumentos —como los *covered bonds*—, desincentivar un uso exce-



FUENTES: Dealogic, SFEF y Banco de España.

- a. Se excluye la facilidad de garantías de Hypo Real Estate, que en abril de 2010 tenía una dotación de 93,5 mm de euros, casi un 4% del PIB (del cual se había utilizado un volumen de en torno al 3% del PIB).
- b. Son emisiones avaladas por la SFEF, entidad no bancaria creada en octubre de 2008 para otorgar préstamos a los bancos.
- c. Excluye las garantías otorgadas a Dexia, que actualmente alcanzan cerca de 50 mm de euros, conjuntamente por Francia (36,5%), Bélgica (60,5%) y Luxemburgo (3%), representando en Bélgica casi el 11% del PIB, en Francia el 0,94% del PIB y en Luxemburgo casi el 4% del PIB.
- d. Se excluyen las garantías sobre el pasivo existente que el Gobierno irlandés aprobó en septiembre de 2008 por un período de dos años.

sivo de los mismos y cubrir los costes operativos de la instrumentación. Así, por ejemplo, el coste mínimo del aval público para las emisiones a más de un año en la UE ha consistido en una comisión del 0,5% más la prima mediana del *Credit Default Swap* de la entidad (coste de un contrato para el aseguramiento del riesgo de crédito) desde 2007 hasta agosto de 2008, criterio que la CE ha endurecido a partir de julio de 2010 con un incremento del coste en 20 puntos básicos (pb) para bancos con calificación A+ o A, 30 pb para aquellos con A- y 40 pb para los situados por debajo de A- o sin *rating*.

De acuerdo con la información de la CE, trece países de la UEM habilitaron esquemas de avales públicos para nuevas emisiones bancarias, en su mayoría a finales de 2008. Normalmente, las garantías las proporciona el Estado directamente, aunque algunos países, como Alemania, optaron por la creación de una agencia, el SoFFin, en la que se centralizan todas las medidas de apoyo al sector financiero. Irlanda fue el único país de la UEM en el que el Gobierno se vio obligado a aprobar en septiembre de 2008, y por un período de dos años, una garantía general —o *blanket guarantee*— sobre el pasivo exigible de los principales bancos irlandeses, lo que supuso asumir unos pasivos contingentes de más del 200% del PIB, cifra que a mediados de 2009 se habría reducido hasta algo más del 160% del PIB. Los bancos irlandeses pueden, además, emitir con aval público más allá de la vigencia de la *blanket guarantee* a través de un programa complementario —*Eligible Liabilities Guarantee Scheme*—. Por otra parte, Malta y Luxemburgo no introdujeron esquemas, ni tampoco Bélgica, donde todas las garantías se concedieron de manera individual. Hubo también avales específicos a entidades en países como Alemania y Francia, para los que la CE autorizó en torno a 48 mm de euros (cerca del 2% del PIB) y 55 mm de euros (2,8% del PIB), respectivamente, de acuerdo con CE (2010). Como se ilustra en el gráfico 2, estas herramientas contaron con amplias dotaciones y su vigencia, inicialmente establecida en la Cumbre de París hasta diciembre de 2009 como máximo, se fue extendiendo con renovaciones semestrales autorizadas por la CE. Algunos programas, como el francés (a través de los préstamos de la SFEF) o el italiano, dejaron de

estar vigentes a finales de 2009, en este último caso sin que las entidades hayan hecho uso del mismo. Otros dos casos donde los esquemas no han sido empleados son Finlandia y Eslovaquia. En cambio, permanecen activos los programas de avales de ocho países de la UEM —Alemania, España, Holanda, Portugal, Austria, Irlanda, Grecia y Eslovenia— tras solicitar una prórroga, autorizada por la CE, hasta diciembre de 2010.

La mejora del acceso a la financiación en los mercados mayoristas de deuda durante la segunda mitad de 2009 provocó una reducción del número y del volumen de las emisiones bancarias con aval público desde su máximo en la primera parte de 2009. Además de Irlanda, los países que mayores avales han concedido bajo estos programas son Austria y Holanda, con asignaciones cercanas al 9% del PIB. En el caso de España, las dificultades derivadas del bloqueo en los mercados mayoristas de financiación pudieron inicialmente superarse gracias a una estructura de financiación con un elevado peso de los pasivos a largo plazo, la captación de depósitos a través de la amplia red de oficinas comerciales y la emisión de valores de corto plazo, segmento que estuvo menos afectado por las tensiones. El esquema de garantías fue aprobado en diciembre de 2008, los primeros avales se concedieron en febrero de 2009 y su vigencia se ha prorrogado hasta diciembre de 2010. Actualmente, el volumen de emisiones avaladas representa algo más del 5% del PIB. De acuerdo con la información de Eurostat, los pasivos contingentes asumidos por los Gobiernos de la UEM en el contexto de la crisis financiera ascendieron en 2009 al 8,6% del PIB de la UEM (5,5% en 2008).

La escasez de capital

La actividad bancaria está sometida a una regulación específica que exige el mantenimiento de un capital mínimo, mayor cuanto más riesgo se asuma en el activo. Las pérdidas generadas en las carteras de los bancos —inicialmente, originadas en productos estructurados— llevaron a una situación de escasez de capital o elevado volumen de riesgo en el activo de las entidades. En los primeros estadios de la crisis, cuando la magnitud del problema era desconocida, se produjeron ampliaciones de capital facilitadas por una posición inicial de los bancos relativamente robusta, la ausencia de signos de deterioro macroeconómico, y la disponibilidad de recursos a través de fondos soberanos y *hedge funds*. Las intervenciones públicas se limitaron a entidades sistémicas donde aparecieron problemas de solvencia, como fue el caso, por ejemplo, del rescate del banco alemán IKB en 2007. El brusco cambio en la coyuntura macroeconómica en el otoño de 2008 y la prolongación y el agravamiento de la crisis acrecentaron la aversión al riesgo y elevaron sustancialmente la exposición de los bancos a pérdidas en las carteras de préstamos. Las entidades se volvieron muy vulnerables a cambios en las condiciones de mercado y los Gobiernos de varios países tuvieron que actuar de urgencia, como en Alemania en el caso de Hypo Real Estate, en Bélgica, Holanda y Luxemburgo ante la situación de Fortis, o en Bélgica, Francia y Luxemburgo para proteger Dexia. Con independencia de la escasez de capital privado, en aquellos momentos de elevada tensión las entidades podían también mostrarse reacias a ampliar el nivel de recursos propios, por el temor a que se identificara como una señal de pérdidas adicionales en el futuro.

En los casos de escasez de capital, medidas como la compra de activos de buena calidad no son efectivas, porque no transfieren riesgo. Para reducir sus necesidades de recursos propios, las entidades se ven abocadas a desprenderse de las tenencias de instrumentos con mayor riesgo —los más dañados por la crisis y los que se quedaron sin un mercado líquido—, lo que tiende a presionar más a la baja sobre el precio de los activos y a acentuar el problema de insuficiencia del capital. Para abordar esta situación, los planes de apoyo al sector financiero lanzados en octubre de 2008 incorporaron esquemas de inyección de capital, tanto a entidades solventes como a aquellas con problemas de carácter más estructural como consecuencia de su modelo de banca o estrategia de inversión.

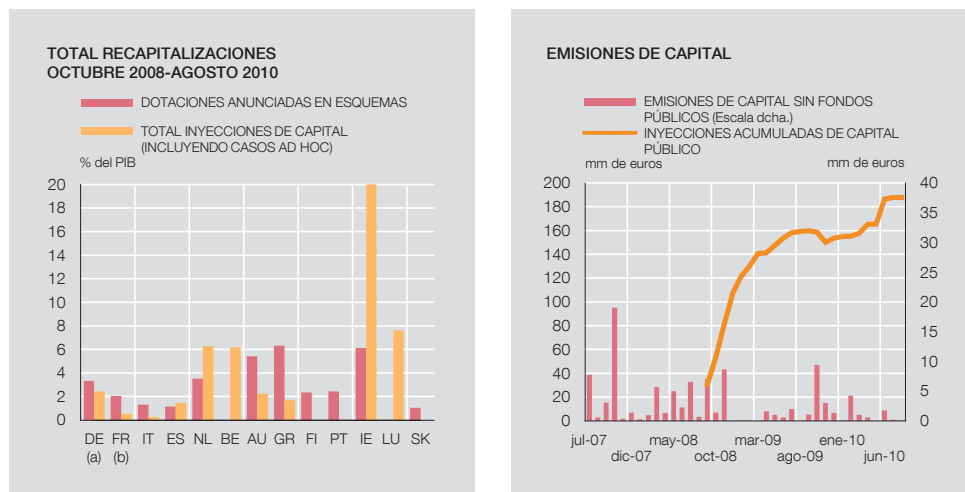
Sin embargo, como algunos académicos señalaron, en momentos de grave crisis de confianza, como la que se produjo en octubre de 2008, o en el caso de grandes entidades con carteras dañadas voluminosas, las inyecciones de capital pueden no ser suficientes, por el abultado volumen requerido y la dificultad de su sostenimiento a medio plazo. En estos casos, una solución alternativa, aunque no exenta también de riesgos, es que el Estado facilite el aislamiento de los activos tóxicos, mediante adquisiciones, aseguramientos o segmentación del activo de los bancos, reduciendo directamente el riesgo y los problemas de selección adversa que mantienen a los inversores alejados de los mercados de financiación. En la zona del euro, las medidas de saneamiento de activos dañados se aplicaron inicialmente de forma muy aislada y normalmente en combinación con procesos de reestructuración. Este tipo de actuaciones se consideró, por ejemplo, en Bélgica para KBC y Fortis, en Holanda para ING, en Austria para BAWAG PSK y en numerosos bancos regionales alemanes —principalmente, en los *Landesbanken*—. Como se verá en el apartado siguiente, solamente dos países —Irlanda y Alemania— diseñaron esquemas generales de saneamiento de activos para el sistema financiero, para su aplicación complementaria a las inyecciones de capital.

La principal ventaja de las recapitalizaciones es que, en condiciones normales, se maximiza la efectividad de los fondos públicos para restaurar la solvencia de las entidades. La participación pública en el capital de la entidad permite también un mayor control sobre la misma para que los beneficios de esta acción no acaben redundando sobre los accionistas y los gestores y el Estado pueda participar de los posibles beneficios bancarios, lo que desde el punto de vista del contribuyente parece menos costoso que la compra de activos problemáticos. Sin embargo, la intervención del Estado en la gestión de las entidades bancarias no está libre de contradicciones. Para minimizar los problemas que plantea la injerencia pública se suelen introducir mecanismos que promuevan una salida temprana del capital público y utilizar instrumentos que protegen al Estado frente a la asunción de pérdidas.

En cualquier caso, para que las inyecciones de capital no acaben sosteniendo un riesgo excesivo en el balance, retrasando la reestructuración de las entidades y haciendo que el coste recaiga sobre el contribuyente, los Gobiernos y la CE han exigido condiciones estrictas. Estos requisitos han abarcado aspectos como la política de dividendos, la retribución de los ejecutivos, las decisiones de inversión de la empresa, e incluso restricciones en la conducta comercial. Además, la remuneración de la participación pública está en línea con el valor de mercado para no interferir en el libre juego de mercado, lo que incentiva a las entidades a no mantener la ayuda estatal más allá de lo necesario [véanse Recomendación del BCE (2008) y Comunicaciones de la CE (2008 y 2009a)].

Tanto la inyección de capital como las opciones de aseguramiento o compra de activos tóxicos por parte del Estado no implican necesariamente una reactivación de la oferta de préstamos al sector privado en el corto plazo, aspecto que puede desempeñar un papel secundario si, como ha ocurrido en la actual crisis, la demanda de préstamos se ha reducido drásticamente. A medio plazo, la restitución de la situación patrimonial de las entidades es una condición necesaria para que la recuperación económica lleve aparejada una expansión de la actividad crediticia. En cualquier caso, algunos países consideraron conveniente una reactivación del crédito bancario a corto plazo y vincularon el apoyo público a la expansión de la oferta de préstamos.

Como se muestra en el gráfico 3, la mayoría de los países de la UEM realizó inyecciones de capital, en nueve de ellos en forma de esquemas refrendados por la CE. La mayoría de las medidas fueron aprobadas a finales de 2008, aunque varios países, como Finlandia, Portugal, Eslovaquia y España, las introdujeron con posterioridad. Algunos de estos esquemas no se



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

- a. Incluye inyecciones de los Estados federales y las inyecciones bajo el esquema estatal del SoFFin.
- b. No incluye las inyecciones de capital público sobre los cuatro bancos que en noviembre de 2009 procedieron a su devolución.

renovaron, como los casos francés o italiano. En Francia, para evitar problemas de señalización y preservar la estabilidad del sistema, se requirió la participación obligatoria de las entidades, y el capital inyectado en los seis bancos más grandes se acercó a los 20 mm de euros (excluyendo la intervención de Dexia). Estas ayudas fueron devueltas por las entidades en el otoño de 2009, salvo en el caso de BPCE, que nació como resultado de la fusión de Groupe Banque Populaire y Caisse d'Épargne en el verano de 2009. Para el conjunto de la UEM, las sumas de capital inyectado ascienden a cerca del 2% del PIB, operaciones en las que han participado más de cincuenta bancos del área.

En el caso español, se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades en octubre de 2008, aunque no se llegó a realizar ninguna actuación con este esquema, lo que se explica por la ausencia de exposición a los llamados «activos tóxicos» y a vehículos de inversión fuera de balance, y porque las entidades contaban con altos niveles de provisiones y de rentabilidad para afrontar las dificultades iniciales, aunque hubo que intervenir una institución pequeña con problemas de solvencia.

Conforme fue avanzando la crisis, el sistema bancario español se fue viendo afectado, sin embargo, por el ajuste inmobiliario y el aumento del desempleo, que tuvieron un impacto heterogéneo sobre las entidades. Para hacer frente a los retos que la situación suscitaba, a mediados de 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que fue autorizado por la Comisión en enero de 2010, como un instrumento concebido para facilitar el ajuste necesario del sector bancario a través del apoyo a procesos de reestructuración de entidades con debilidades que puedan afectar a su viabilidad futura, así como de integración entre entidades dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. Los recursos disponibles del FROB durante la primera mitad de 2010 alcanzaron los 12 mm de euros, de los cuales 9 mm de euros corresponden al capital inicial que desembolsó el Tesoro —en un 75%— y el Fondo de Garantía de Depósitos. Los 3 mm de euros restantes procedieron de una emisión de bonos, dentro de la capacidad del FROB para captar hasta 90 mm de euros de financiación ajena. Durante el primer semestre de 2010 se llevó a cabo un proceso de consolidación del sistema financiero español sin precedentes, con la participación de 25 entidades, que requirió el refor-

zamiento de los recursos propios a través del FROB por un importe global de 10,2 mm de euros. Al igual que con otros regímenes de recapitalización, como el alemán, el austríaco, el griego o el portugués, la CE autorizó la prórroga del FROB hasta final de 2010.

La incertidumbre sobre el valor del activo de las entidades

La presencia de un elevado riesgo en el activo de las entidades hace que las inyecciones de capital puedan no ser suficientes para restaurar su viabilidad, atraer capital privado y resolver una situación de vulnerabilidad. Más aun, la gestión de la parte «mala» del activo puede generar disfunciones sobre la parte del negocio viable.

Ante esta situación, los países también han planteado medidas que limiten las pérdidas derivadas de los instrumentos problemáticos, facilitando la segregación del activo bancario o mediante un aseguramiento del valor de los activos. La utilización de un mecanismo de este tipo se enfrenta a la complicada tarea de identificar y valorar los activos y de estimar las pérdidas potenciales, lo que puede afectar no solo a valores, sino también a préstamos o incluso a segmentos enteros del negocio no estratégicos o inviables. En ello se da un obvio conflicto de intereses entre el banco afectado y el Estado —salvo en el caso de nacionalizaciones—, que dificulta enormemente su instrumentación: mientras que los bancos tienen incentivos para ampliar el abanico de activos problemáticos e incrementar su valoración, el interés de los contribuyentes, por su parte, se concentra en que la operación se realice basada en una valoración justa, en que las entidades reconozcan pérdidas y las asuman, y en que se minimice el coste para las arcas públicas.

Unos precios muy reducidos pueden conducir al fracaso de los programas de saneamiento de activos si las entidades deciden no participar —bien porque existen problemas de señalización o estigma, bien porque supone reconocer fuertes pérdidas y elevar las necesidades de capital, si los activos están contabilizados a un precio sustancialmente mayor—. Por otra parte, precios muy elevados pueden interpretarse como subvenciones encubiertas y el consiguiente perjuicio para el contribuyente. Finalmente, tampoco se puede despreciar el coste de administración que supone para el Estado si opta por la gestión activa de estas carteras de activos problemáticos.

Para resolver el conflicto de intereses entre el Estado y el banco, el saneamiento de activos requiere mecanismos transparentes de valoración de los activos, lo cual no es nada fácil en una situación de colapso de algunos mercados. En ausencia de un mercado en funcionamiento y con la dificultad práctica de organizar subastas para activos muy heterogéneos, su precio es en gran medida arbitrario. Es posible recurrir a modelos teóricos que incorporen información de la morosidad y situación macroeconómica, así como supuestos sobre magnitudes que influyen en la evolución futura de los precios de estos activos, pero los resultados serán siempre controvertidos.

Entre las alternativas de saneamiento de activos se encuentra la segregación entre lo que se ha venido a llamar bancos «buenos» y «malos», concentrando los activos dañados en los segundos con fórmulas muy variadas en el diseño de la estructura del pasivo del banco malo y para el reparto de riesgos entre accionistas, acreedores y contribuyentes.

Una posibilidad es la creación de una única entidad que compra activos dañados a varios bancos. Este es el caso del *National Asset Management Agency* o NAMA irlandés, que se adecua bien a una situación en la que una parte muy sustancial del tejido bancario del país se ha visto gravemente afectada por la crisis inmobiliaria y tiene que someterse a un proceso de reestructuración de gran envergadura. Las entidades afectadas son cinco de las mayores del país, que en cuatro casos ya habían sido objeto de inyecciones de capital público sustanciales, con la

nacionalización completa de una de ellas. Para realizar las adquisiciones, la agencia estatal NAMA ha creado un vehículo financiero clasificado fuera del sector de Administraciones Públicas con un reparto de capital mayoritario del sector privado —frente al 49% del NAMA—. Este vehículo adquiere activos dañados a los bancos afectados —principalmente, préstamos a promotores—, intercambiándolos por valores que emite para este fin —bonos con aval estatal en un 95% del total y deuda subordinada el 5% restante—. De esta manera, el NAMA llegará a concentrar préstamos con un valor cercano al 25% del PIB. El descuento que planea aplicar en las compras de activos podría acercarse al 50% sobre el valor en libros de dichos préstamos. El reconocimiento de estas pérdidas supondrá para los bancos necesidades adicionales de capital a lo largo de 2010, que los bancos están empezando a satisfacer y que implican una mayor participación del Estado en el capital de algunas de las entidades. El NAMA desplegará el programa de compras a lo largo de 2010, habiendo completado entre abril y agosto dos tramos de adquisiciones por un importe de 13 mm de euros (cerca del 8% del PIB), con un descuento general en torno al 52% sobre el valor en libros.

Por otra parte, la segregación también puede realizarse creando un banco malo o una institución liquidadora para cada entidad objeto de saneamiento. Esta aproximación es la que se ha utilizado en Alemania. El número de entidades participantes es reducido: Hypo Real Estate y WestLB, aunque tienen un tamaño considerable, unas carteras de activos dañados muy importantes y la necesidad de afrontar una profunda reestructuración. Hypo Real Estate, entidad completamente nacionalizada desde octubre de 2009 y beneficiaria de otros tipos de ayudas (capital, garantías y liquidez), solicitó a comienzos de 2010 la creación de una institución de liquidación bajo el paraguas de la autoridad federal de estabilización financiera (FMSA), que fue constituida en julio con el fin de transferir antes de fin de año una cartera de activos dañados y no estratégicos con un valor en libros que supone más del 8% del PIB alemán —operación que está todavía pendiente de aprobación por parte de las autoridades alemanas y la CE—. Por su parte, WestLB completó a comienzos de mayo de 2010 la transferencia de un conjunto de activos cuantificados en libros en más del 3% del PIB a una institución de este tipo.

En algunas ocasiones también se ha planteado la concesión de garantías para limitar las pérdidas del activo bancario y reducir la incertidumbre que afecta a su valoración. Se trata de un seguro con franquicia sobre una cartera de activos, es decir, el Estado asume un porcentaje de las pérdidas a partir de cierto nivel. El aseguramiento de activos supone una reducción del riesgo y limita por tanto el deterioro de los ratios de capital. Esta medida puede adaptarse a las circunstancias de cada banco, requiere menos desembolsos iniciales que la adquisición de activos, y el coste para el Estado dependerá de la materialización de las pérdidas esperadas. Dado que las primeras pérdidas las asume el banco, el posible coste para el contribuyente es también menor. En principio, no se produce una baja de activos en el balance y, por tanto, el problema de valoración de estos es menor, aunque para establecer el coste del seguro es necesario calcular las pérdidas esperadas.

Un caso particular que combina algunas de las opciones anteriores e ilustra la flexibilidad con la que los Gobiernos han instrumentado ayudas para limitar el riesgo en el activo de los bancos es el *illiquid asset back-up facility* de ING. Con este mecanismo, el Estado holandés garantiza el valor del 80% de la cartera de activos mediante su adquisición (que la entidad da de baja en el balance), compra que financia con un préstamo de la propia entidad, con lo que el Estado no se ve obligado a buscar recursos externos. La entidad paga una comisión al Estado como contrapartida a la transmisión de riesgos. A su vez, el Estado se exime de la gestión de la cartera, que cede a ING, y recibe un porcentaje de los flujos de caja, lo que permite al Estado beneficiarse de una potencial revalorización de los activos (circunstancia que no ocurre en las garantías).

Finalmente, hay que hacer mención también al marcado repunte de la incertidumbre que causó el contagio de la crisis de sostenibilidad fiscal en Grecia en la primavera de 2010 y que se tradujo en una fuerte depreciación de los bonos públicos en algunos países de la UEM, que expuso al sector bancario a mayores pérdidas potenciales. Esto se reflejó en un aumento de sus primas de riesgo, como se muestra en el gráfico 1, y en nuevas dificultades para acceder a los mercados de financiación.

En ese contexto, el Banco de España tomó la iniciativa, más tarde asumida por el resto de socios europeos, de hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia a las que regularmente somete a las entidades bajo su supervisión. Este ejercicio de transparencia, materializado en la publicación coordinada en el ámbito europeo de dichos resultados, supuso un paso importante para la reducción de la incertidumbre acerca del valor del activo de los bancos y, consecuentemente, para el restablecimiento de la confianza en los mercados.

Más concretamente, las pruebas, realizadas coordinada y homogéneamente a 91 bancos de la UE —27 españoles, de los que, además, se proporcionó una información más detallada y exhaustiva— y publicadas a finales de julio, desvelaron que la banca europea se encontraba en una posición global sólida y disfrutaba de una elevada capacidad para absorber el potencial deterioro de su activo ante eventuales *shocks* macroeconómicos o financieros muy adversos. El ejercicio reveló que las insuficiencias de capital para afrontar tales perturbaciones se circunscribían a siete entidades y se cifraban en un total en 3,5 mm de euros, tomando como referencia el acuerdo del Ecofin de que la ratio de capital *Tier 1* no se situara por debajo del 6% en ninguno de los escenarios de tensión considerados. De acuerdo con el CEBS, el comité que ha coordinado este ejercicio común², un grupo numeroso de las entidades participantes ya se había beneficiado de apoyos públicos dirigidos a reforzar sus ratios de solvencia —34 entidades en forma de inyecciones de capital, por un total de casi 170 mm de euros, y 20 entidades a través de garantías sobre activos—.

Conclusiones

La estabilidad del sistema financiero constituye un requisito esencial para el desarrollo de la actividad económica, por su papel en la canalización de los recursos de los ahorradores hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación. La intermediación financiera es una actividad que depende crucialmente de la confianza, tanto entre los agentes e instituciones que intervienen en ella (ahorradores, inversores, intermediarios, mediadores y mercados) como en las autoridades que la regulan y supervisan.

La intensificación de las tensiones financieras desde el final del verano de 2008 y su impacto sobre el sistema bancario a escala global requirieron la puesta en marcha de medidas de apoyo al sector financiero, para recuperar la confianza y mitigar las presiones de liquidez en el corto y medio plazo y restaurar la posición patrimonial de las entidades. En primer lugar, para evitar el riesgo de retiradas masivas de depósitos, se ampliaron los sistemas de garantía correspondientes. Por otra parte, ante la contracción e incluso la práctica desaparición de los mercados de financiación mayorista, los Gobiernos actuaron de forma complementaria a las acciones tomadas por parte del BCE. Para ello, algunos Estados articularon diversos mecanismos de fomento de liquidez, tales como los canjes, préstamos o adquisiciones temporales de activos, mientras que para paliar los problemas de financiación a medio plazo se concedieron avales públicos a las emisiones de deuda bancaria. En tercer lugar, para hacer frente a la

2. En comparación con otros países, en el caso de España los escenarios se han aplicado a la práctica totalidad del sector bancario (95%, frente al mínimo exigido del 50%) y se ha considerado, además, un supuesto específico de fuerte caída en el valor del colateral de los préstamos inmobiliarios. En el caso español se ha hecho también un esfuerzo adicional en términos de grado de detalle de los resultados publicados.

erosión de los recursos propios de los bancos y restaurar los ratios de capital, se llevaron a cabo inyecciones de capital público en entidades, con distintos grados de dificultades, lo que en algunos casos supuso la nacionalización parcial o total de algunas de ellas. Por último, con el fin de reducir la incertidumbre sobre el valor de los activos dañados de los bancos y facilitar la reestructuración de las entidades, en algunos países también se implementaron ayudas para sanear sus balances, que abarcan desde los mecanismos de aislamiento y aseguramiento de carteras de estos activos hasta aquellos sistemas que los segregan y transfieren a vehículos, entidades o instituciones dedicadas a su gestión y liquidación. Asimismo, a finales de julio se realizó un ejercicio coordinado de transparencia mediante la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia a las que se sometió al sistema bancario europeo.

Todas estas actuaciones han afectado a un grupo numeroso de entidades y han discurrido con distinto grado de sincronía e intensidad entre países, lo que ha venido a reflejar las diferencias en los sistemas financieros en cuanto a los modelos de negocio y la posición inicial para absorber las perturbaciones. Las medidas se enmarcaron dentro de unos principios comunes acordados entre los Estados miembros. Todas estas actuaciones han sido supervisadas por la Comisión Europea para que no interfirieran en el libre juego de mercado, exigiendo que cumplan con una serie de requisitos encaminados a evitar que se produzcan distorsiones a la competencia entre entidades y entre Estados miembros, que se generen dependencias de las ayudas públicas, o que se mantengan vivas entidades que no son viables a largo plazo, retrasando así el necesario proceso de reestructuración del sector. En este mismo sentido, el ECOFIN comenzó a diseñar una estrategia de salida coordinada —no necesariamente sincronizada—. Tras constatar una mejora en el acceso a los mercados de financiación y un menor uso de los avales estatales, la Comisión ha dado un primer paso endureciendo los criterios mínimos de remuneración de los avales estatales a partir de julio de 2010 y exigiendo, en caso de un uso elevado, la evaluación de un plan de viabilidad.

Los planes de apoyo desplegados por el BCE y los Gobiernos de la UEM han contribuido a restaurar de forma apreciable el buen funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, conviene recordar que las medidas adoptadas no son suficientes por sí solas para resolver en profundidad los retos que la crisis ha planteado para la futura estabilidad del sistema financiero. Estas acciones de emergencia suministran el margen necesario para que se lleve a cabo la necesaria reestructuración del sistema y se introduzcan los mecanismos apropiados para combatir las vulnerabilidades que se han puesto de manifiesto. Esta tarea requerirá una estrecha cooperación internacional entre los Gobiernos, los reguladores, las autoridades supervisoras y los bancos centrales.

9.9.2010.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalizations*, 20 de noviembre.
- COMISIÓN EUROPEA (2008). «Communication from the Commission – The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis» (2008/C 270/02), *Official Journal of the European Union*, 25 de octubre.
- (2009a). «Communication from the Commission – The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguards against undue distortions of competition» (Text with EEA relevance) (2009/C 10/03), *Official Journal of the European Union*, 15 de enero.
- (2009b). *Communication from the Commission – On the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector*.
- (2009c). *Communication from the Commission – The return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules*.
- (2010). *Report on recent developments on crisis aid to the financial sector*, State Aid Scoreboard, primavera, actualización.
- MILLARUELO, A. (2009). «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.