

Ajuts públics en el sector bancari: rescat d'uns en perjudici d'altres?*

SANDRA JÓDAR-ROSELL
JORDI GUAL

Deu de les economies més potents de la Unió Europea han aprovat plans d'ajuda estatal que involucren l'ús de capital públic en entitats en principi solvents. Fins al març del 2009, Espanya no ha presentat cap pla en aquesta direcció, cosa que ha dut algunes entitats bancàries a manifestar la seva queixa pel desavantatge que això representa. Aquesta queixa, però, no és unànime. Hi ha qui creu que el mercat serà capaç de discernir entre les entitats amb capital públic i les que no en tenen. D'altres creuen que la **Comissió Europea** ha inclòs les proteccions necessàries per a anul·lar qualsevol possible avantatge. El present article prova d'establir què hi ha del cert en aquesta varietat d'opinions i discuteix els possibles motius que podrien justificar la concessió d'ajuts públics a entitats financeres solvents, les distorsions que aquests plantegen en els mercats i els remeis proposats per a minimitzar-les. El que ens ocupa és l'impacte que pot tenir l'actuació poc coordinada dels estats membres sobre les entitats solvents en la competència bancària paneuropea.

* Agraïm les discussions sobre aquests temes dels nostres col·legues a l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica de "La Caixa": Oriol Aspachs, Matthias Bulach, Enric Fernández, Avelino Hernández i Anna Mialet.



Els ajuts d'estat i el paper de la Comissió Europea

A fi de tenir una referència de la posició de la Comissió Europea respecte als ajuts al sector bancari, val la pena fer un breu repàs de la seva política actual sobre els ajuts estatals. L'ús de recursos públics per a ajudar certes empreses sol anar, en general, en detriment del benestar d'un país. Això és així perquè permet la supervivència d'empreses menys eficients que les seves rivals i, per tant, suposa el dispendi d'uns recursos que es podrien destinar a activitats més productives. En certs casos, però, la intervenció pública pot estar justificada per motius d'equitat o bé per a corregir fallades de mercat. Per això, l'organisme europeu encarregat de vetllar per la competència té també encomanada la tasca de supervisar els ajuts estatals, definits com transferències de recursos estatals que constitueixin un avantatge econòmic per a l'empresa receptora respecte als seus competidors en el mercat i que no hauria rebut en el curs normal dels seus negocis.

A grans trets, l'article 87(1) del **tractat de la Unió Europea** declara que els ajuts estatals són incompatibles amb el mercat comú si poden arribar a tenir un efecte sobre la competència i el comerç entre estats membres. Quan existeix aquest risc, la Comissió Europea ha d'examinar si hi ha algun motiu d'eficiència i/o d'equitat que compensi els efectes negatius sobre la competència. El mateix article 87, a la secció 3, estableix una sèrie de possibles motius que podrien justificar la concessió d'ajuts estatals.¹ Aquests motius han estat desenvolupats posteriorment per la Comissió, a través d'un conjunt de regulacions, per tal de proporcionar una certa seguretat jurídica als estats i agilitzar el procés de revisió de plans d'ajuda.

En general, la Comissió distingeix entre dos grans tipus d'ajut estatal. Un primer grup el formen els plans d'ajuts estatals que pretenen pal·liar fallades de mercat que es poden produir en qualsevol sector. Aquests plans tenen un clar objectiu d'eficiència i no discriminen entre les empreses o sectors que es poden beneficiar dels ajuts, de manera que és difícil que amaguin motius de proteccionisme

dels estats. Per això, la Comissió veu bé aquests ajuts i els declara compatibles amb el tractat. En aquest grup es troben els ajuts a la petita i mitjana empresa, els ajuts per a R+D+i, per a la protecció del medi ambient, per a l'ocupació i la formació, o els ajuts al capital risc. Els que es concedeixen a empreses de regions desfavorides (ja sigui en comparació de la mitjana europea o de la mitjana nacional) també tendeixen a ser autoritzats per motius socials o d'equitat.

El tractat de la Unió declara que els ajuts estatals són incompatibles amb el mercat comú si poden arribar a tenir un efecte sobre la competència.

Un segon grup el componen els ajuts que la Comissió qualifica com a sectorials. En aquest cas, es tracta d'ajuts a empreses que operen en sectors subjectes a una regulació comunitària específica (agricultura, pesca i transports), en sectors en declivi o en sectors que han estat recentment sotmesos a una desregulació que ha incrementat el nivell de competència.² S'inclouen també en aquesta categoria els ajuts de salvament i reestructuració d'empreses en crisi. Deixant de banda els sectors amb regulació específica, els beneficiaris dels ajuts sectorials són empreses amb problemes d'eficiència que en qüestionen la viabilitat.

La concessió d'ajuts estatals a un sector en particular es justifica fonamentalment per motius de política social o regional, per a facilitar els processos de reconversió sectorial i per a compensar les parts perjudicades per l'ajustament. Per això, la concessió inclou restriccions al tipus d'ús que es pot donar a l'ajut –per exemple, en el cas de sectors en declivi, l'ajut no es pot fer servir per a augmentar la capacitat productiva en el mateix sector– i acostumen a ser de caràcter temporal. En el cas dels ajuts a empreses en crisi –aquelles que no poden assegurar per si soles la seva supervivència a curt o mitjà termini–, aquestes restriccions encara són més grans. En primer lloc, i atès que es concedeixen perquè es creu que l'empresa pot ser viable a llarg termini, requereixen

l'elaboració detallada d'un pla de reestructuració que serà supervisat puntualment. En segon lloc, només poden ser concedits una vegada per a evitar, d'aquesta manera, que l'empresa se sustenti únicament gràcies a l'ajuda de l'estat. La intensitat de l'ajut es limita al mínim necessari per a cobrir els costos de reestructuració i cal que vagi acompanyat de la màxima contribució possible, en forma de recursos propis, dels beneficiaris de l'ajut. Aquesta contribució ha de ser significativa, de manera que sigui un clar senyal que els propietaris creuen en la possible viabilitat de l'empresa. Finalment, s'inclouen condicions destinades a minimitzar els efectes negatius sobre la competència. Així, per exemple, es pot exigir la

venda d'actius o la disminució de la capacitat productiva de l'empresa.

L'allau d'ajuts a la banca i la reacció de la Comissió Europea

En el marc de la crisi financera iniciada l'estiu del 2007 i en un context de creixent debilitat de molts sistemes bancaris internacionals, la fallida de Lehman Brothers al setembre del 2008 va suposar un punt màxim d'incertesa que va provocar una

Taula 1. Import dels ajuts al sector bancari des del gener del 2008 (milions d'euros)

	Recapitalitzacions públiques	Garanties sobre deute (imports aprovats)	Garanties sobre actius tòxics
Alemanya	50.300	400.000	
Bèlgica	12.200	1.800	
EUA	192.308	180.000 *	324.806
Espanya	0	100.000	
França	13.500	320.000	
Holanda	29.800	200.000	30.233
Itàlia	0	Import indeterminat	
Àustria	100	90.000 **	
Regne Unit	39.959	271.577	635.490
Suïssa	3.919	3.919	

Notes: Dades actualitzades el 16 de març de 2009.
 (*) Estimació de l'import avalat fins ara pel Temporary Liquidity Guarantee Program TLGP.
http://money.cnn.com/2009/01/16/news/economy/fdic_tlgp/
 (**) Inclou 75.000 milions d'euros per a un Clearingbank amb garantia estatal i uns altres 15.000 milions en altres garanties per a deute i actius de les entitats.

Font: Comissió Europea, ministeris de finances i Bloomberg. Elaboració pròpia.

▲ Els governs han intervingut per evitar el col·lapse dels seus sistemes financers.

gran desconfiança en els mercats de capitals, alhora que va generar pànic entre els inversors i va tancar pràcticament els mercats de finançament a curt termini. Davant la incapacitat de les repetides injeccions de liquiditat i de les retallades de tipus d'interès dels bancs centrals per a restablir la situació, els governs dels països desenvolupats van decidir intervenir per a evitar el col·lapse dels seus sistemes financers. Es tractava de prevenir una retirada massiva de l'estalvi dels ciutadans dipositat a les entitats financeres, impedir que les dificultats de liquiditat afectessin la solvència del sistema i evitar el desbordament de la crisi financera cap a l'economia real. D'aquesta manera, el sector bancari s'ha sumat al conjunt de sectors assistits pel sector públic.

Al principi, les intervencions van ser en forma d'injeccions de capital en entitats que presentaven greus problemes de solvència.

El compromís de recursos públics per a assistir el sector financer internacional ha pres nombroses formes i continua evolucionant a mesura que s'intensifica el contagi a l'economia real. Al principi, les intervencions van ser en forma d'injeccions de capital en entitats que presentaven greus problemes de solvència. Es tractava de complir el primer compromís acordat pels estats en la reunió d'octubre del G-7: evitar, utilitzant tots els mitjans possibles, la caiguda de qualsevol banc important des d'un punt de vista sistèmic. El segon pas va ser ampliar els imports de la garantia dels dipòsits a les entitats bancàries, i després estendre-la a altres deutes a curt termini. El suport públic al passiu de les entitats bancàries ha continuat amb injeccions «preventives» de capital en institucions solvents i actualment es preveu la possibilitat d'oferir esquemes d'assegurances contra les pèrdues produïdes pels actius potencialment tòxics que romanen al balanç de les entitats.³

No solament els instruments utilitzats han estat nombrosos, sinó que la reacció dels estats també ha estat heterogènia. En el cas de la Unió Europea,

amb vint-i-set països obligats a notificar qualsevol pla d'ajuda estatal, el repte per a la Comissió d'assegurar que cap d'aquests plans distorsioni el funcionament del mercat interior europeu és enorme. Sobretot quan els esdeveniments es desenvolupen a gran velocitat i els estats membres hi reaccionen de manera gairebé simultània. Per això, la Comissió ha optat per establir un marc general,⁴ la Comunicació Bancària, sobre el qual es negociaran els plans de cada país. En aquest marc es detalla la posició de la Comissió respecte a aquests ajuts, alhora que s'especifiquen els instruments que considera adequats per a afrontar la crisi financera, els criteris que cal seguir per a garantir la proporcionalitat dels ajuts i els possibles problemes de competència que poden tenir lloc i les mesures imprescindibles que s'han de prendre per a minimitzar-los.

A l'hora d'analitzar els diversos instruments d'ajuda al sector bancari que s'estan implementant, és molt important reconèixer que la present crisi financera comporta, en realitat, dos problemes de diferent naturalesa, si bé fonamentalment lligats l'un a l'altre. El primer és la forta depreciació del valor d'uns actius el risc dels quals va ser infravalorat significativament. La magnitud d'aquesta depreciació és prou gran per a crear problemes de solvència a les entitats posseïdores d'aquests actius, per la qual cosa és possible que hi hagi entitats que siguin incapaces d'assumir els seus compromisos i que hauran de ser liquidades o reestructurades. El segon problema és la incertesa que s'ha instal·lat en els mercats financers i que fa pràcticament impossible renovar el finançament a curt termini de les entitats bancàries. Si aquest problema de liquiditat no es resol a temps, les entitats es poden veure forçades a vendre actius, cosa que en pressionarà la valoració a la baixa i generaria problemes de solvència potser on no n'hi havia.

La posició de la Comissió Europea davant els ajuts estatals al sector bancari és distingir els problemes de solvència dels de liquiditat. Els ajuts dirigits a solucionar problemes de solvència –com en el cas dels rescats d'urgència de Northern Rock, Hypo Real State, Fortis Bank o Dexia– són analitzats sota la normativa d'ajuts de salvament i

reestructuració. Com s'ha esmentat més amunt, aquesta normativa és més estricta i exigeix plans clars i viables de reestructuració de l'entitat. Els ajuts dirigits a solucionar les tensions de liquiditat són analitzats sota el nou marc definit per la Comunicació Bancària. Així, un dels requisits per a rebre ajuts estatals sota aquest criteri és mostrar que l'entitat és solvent. La definició d'entitat solvent és a les mans, però, del supervisor de cada estat membre.

Finalment, cal destacar que la Comissió ha adoptat una posició més permissiva amb aquest conjunt d'ajuts del que seria normal en altres circumstàncies. Ha concedit la base legal per a aplicar, excepcionalment, l'article 87(3)b del tractat. Segons aquest article, els ajuts «destinats a posar remei a una greu pertorbació en l'economia d'un estat membre» es podran considerar compatibles amb el mercat comú. D'aquesta manera, la crisi financera es pren com una circumstància atenuant en aquest cas. Això té diverses implicacions importants. La primera és que els ajuts que es declarin compatibles ho seran mentre duri la present crisi financera, font de la greu pertorbació. Així, doncs, la Comissió ha establert unes revisions cada sis mesos i els ajuts es prorrogaran d'acord amb el seu resultat. La segona és que els plans d'ajuda es declararan compatibles si estan ben dirigits a solucionar la present crisi financera. De moment, la Comissió ha establert que els avals estatals sobre les emissions de deute de les entitats i les recapitalitzacions preventives amb capital públic són dos instruments ben dirigits a solucionar les pertorbacions en els mercats financers.⁵

Els esquemes d'aval

La incertesa causant de la falta de finançament a curt termini de les entitats bancàries té el seu origen en un problema d'informació asimètrica i genera fortes externalitats negatives sobre l'economia real. En efecte, cada entitat té millor informació que la resta pel que fa als riscos en què ha incorregut i les possibles pèrdues que pot patir. En temps normals, aquesta asimetria entre la

informació disponible per a l'entitat i la disponible per al mercat es minimitza gràcies al paper de certs agents, com les agències de qualificació, que inverteixen en l'obtenció d'informació i l'emissió de certificats. Això no obstant, la present crisi ha posat de manifest la inexactitud de la certificació atorgada per aquests agents, per la qual cosa les conseqüències de la informació asimètrica es deixen notar amb força. La crisi de liquiditat en els mercats interbancaris i de deute és la principal d'aquestes conseqüències i la que està estenent els problemes del sector financer a l'economia real.

L'aval de l'estat és un instrument dirigit a minimitzar el problema de selecció adversa. El comprador de deute avalat només considera el risc d'impagament de l'estat.

Quan una entitat recorre actualment al mercat per aconseguir recursos en forma de deute, els tenidors d'aquests recursos no disposen d'informació suficient per a distingir les entitats solvents amb necessitat de liquiditat de les insolvents en el curt-mitjà termini. Exigir un preu més elevat per aquests recursos no soluciona el problema, ja que un preu massa alt pot dissuadir les entitats solvents i atreure únicament les que tenen problemes més greus. Aquest fenomen es coneix com selecció adversa i és la fallada de mercat a causa de la falta de transaccions en el mercat de finançament a curt termini. L'existència d'aquesta fallada, que el mercat en la seva situació actual és incapaç de corregir i els efectes de la qual s'estenen a la resta de sectors de l'economia, justifica la intervenció de l'estat per a resoldre les tensions de liquiditat.

L'aval de l'estat és clarament un instrument dirigit a minimitzar el problema de selecció adversa. Mitjançant aquest instrument, l'estat es compromet a fer el corresponent reemborsament al tenidor del deute en el cas que l'entitat financera no pugués fer front als seus compromisos. Com que l'estat és l'últim responsable del pagament, el potencial comprador de deute avalat només

considera el risc d'impagament de l'estat. Aquest risc no està subjecte a problemes d'informació i n'és la prova que hi ha una alta demanda per al deute sobirà. Per tant, les entitats de crèdit poden obtenir liquiditat dels mercats a través de les emissions de deute amb aval. L'estat, per la seva banda, pel fet de disposar de millor informació sobre la probabilitat d'impagament d'aquestes entitats gràcies al supervisor bancari, podria teòricament valorar el risc que assumeix i posar un preu a l'aval.

A l'hora d'establir la compatibilitat amb el mercat comú dels esquemes d'aval, la Comissió avalua la proporcionalitat de la mesura i les possibles distorsions a la competència. La proporcionalitat és determinada, en gran part, pel tipus de deute que s'avalí. Si el que es pretén és resoldre el problema d'informació asimètrica que pateixen les noves emissions de deute de les entitats, sembla lògic pensar que l'aval s'hauria de limitar a emissions de deute nou a mitjà termini. Tanmateix, això no ha estat així en tots els casos. La Comissió ha aprovat esquemes que garantien deute antic o que cobrien l'emissió de deute subordinat, que computa com a capital a efectes regulatoris.⁶

Cal evitar el tracte discriminatori entre entitats, i la creació d'una posició d'avantatge de les entitats beneficiàries respecte a les no beneficiàries.

Pel que fa a les possibles distorsions a la competència, cal evitar tant el tracte discriminatori entre entitats en el moment de concedir els ajuts, com la creació d'una posició d'avantatge de les entitats beneficiàries respecte a les no beneficiàries en els mercats en què competeixin. En aquest sentit, és clau determinar el preu correcte al qual es concedeixen els avals. D'una banda, cal que les condicions de fixació de preu siguin objectives per a evitar el tracte discriminatori entre entitats. De l'altra, el preu ha de reflectir el risc real de l'entitat, sense incorporar un subsidi encobert que pugui afavorir les entitats d'un país membre amb relació a la resta.

En la majoria dels plans, la Comissió ha intentat reconciliar tots aquests objectius referenciant el preu de l'aval al risc de l'entitat percebut pel mercat en el període anterior a la fallida de Lehman Brothers.⁷ Aquest risc és mesurat per la cotització mitjana de les permutes financeres per impagament creditici (o CDS, de l'anglès *Credit Default Swap*) entre el gener del 2007 i l'agost del 2008, augmentada en 50 punts bàsics. D'aquesta manera, ni es confia plenament en la percepció del risc que té el mercat actualment, ni es deixa en mans de cada estat la decisió del preu que cal fixar.⁸ Al contrari, la Comissió ha decidit conservar la posició relativa de les entitats, en matèria de risc, que percebia el mercat abans de l'agudització de la crisi i reflectir l'empitjorament de les condicions mitjançant una part fixa en el preu.

El fet que l'esquema estigui obert a totes les entitats⁹ a un preu que segueix uns criteris objectius, i relativament homogenis en tots els estats membres, minimitza el risc de distorsions entre entitats beneficiàries i no beneficiàries. L'únic problema el plantegen aquells països que han concedit avals de característiques no apropiades. Això no obstant, en aquests casos, la Comissió ha introduït restriccions a la conducta de les entitats beneficiàries per a evitar que utilitzin aquest avantatge per a expandir les seves activitats. Aquestes restriccions, que seran discutides amb més detall amb relació a les recapitalitzacions, poden incloure límits al creixement del balanç, a la publicitat dels avals, a la remuneració dels directius o bé el manteniment de les ràtios de solvència.

Els esquemes de recapitalització preventiva

La idoneïtat de les recapitalitzacions amb recursos públics és molt més controvertida que la dels avals, ja que es tracta d'una mesura que es pot aplicar tant per a solucionar problemes puntuals de necessitat de finançament com problemes més greus de solvència. Un primer punt conflictiu és, per tant, que és possible que aquest instrument s'utilitzi per a ajudar entitats amb grans

dificultats, evitant així les més dures restriccions dels ajuts de rescat.

Atès que ja hi ha un instrument, els avals, especialment destinat a combatre les tensions de liquiditat en el mercat de deute, cal preguntar-se què pot portar les entitats solvents a necessitar finançar-se mitjançant ampliacions de capital. Una possible resposta és la necessitat de les entitats de tenir un coixí de capital per sobre d'allò que és necessari per tal de cobrir les ràtios de solvència exigides pels acords de Basilea. En efecte, quan el fet de no complir els requisits de capital es tradueix en una penalització per a les entitats i el mercat de capitals pateix d'alguna imperfecció –com, per exemple, el problema d'informació asimètrica comentat més amunt–, és òptim per a les entitats tenir un coixí que els permeti absorbir possibles pèrdues futures sense risc d'incomplir els requisits de capital.¹⁰ En el context present, és possible que les entitats, fins i tot aquelles que no han incorregut en pèrdues, vulguin augmentar aquest coixí en percebre un increment en la penalització per capitalització inadequada. La penalització pot venir del supervisor, si aquest endureix els seus criteris de supervisió, o dels mercats, que poden valorar a la baixa les accions de l'entitat o encarir-ne el finançament amb deute a llarg termini davant qualsevol sospita sobre el nivell de capitalització. En tot cas, i tenint en compte l'elevat cost d'ampliar capital en plena crisi, les entitats tenen dues vies per a incrementar el coixí. Una possibilitat és reduir el nivell de crèdit concedit per l'entitat. Això no obstant, aquesta reducció va en contra dels objectius d'un govern que pretén combatre la recessió. L'altra possibilitat és la venda d'actius. En aquest cas, hi ha el risc que un gran nombre d'entitats decideixin vendre al mateix temps i facin que els preus se situïn per sota del seu valor fonamental, cosa que podria generar problemes de solvència on no n'hi havia.

Així, doncs, és possible que el desig de certes entitats d'incrementar el coixí de capital generi ineficiències: sigui perquè causarà una contracció de l'oferta de crèdit que impedirà la realització de projectes rendibles, o bé per les conseqüències sistèmiques d'una venda massiva d'actius. En

aquest sentit, les recapitalitzacions preventives d'entitats solvents poden estar justificades per a contrarestar aquestes ineficiències, ja que permeten a les entitats aconseguir el seu nivell de capital òptim sense haver de dur a terme aquests ajustaments.

El desig de les entitats d'incrementar el coixí de capital pot generar ineficiències per la contracció de l'oferta de crèdit o per les conseqüències de la venda d'actius.

Això no obstant, les recapitalitzacions preventives poden generar distorsions certament importants en la competència. Començant per les condicions d'accés als ajuts, determinar un nivell objectiu de remuneració del capital que l'estat hauria d'exigir és molt complicat. Tot i que la remuneració s'hauria d'acostar a la que exigiria un inversor privat, també és veritat que l'estat internalitza els beneficis derivats, per exemple, d'un crèdit més gran disponible per al conjunt de l'economia i, per tant, podria acceptar una remuneració menor a canvi d'aquesta possibilitat. La dificultat de valorar tots dos factors en les presents circumstàncies ha generat una certa heterogeneïtat en les remuneracions exigides fins ara pels diferents estats membres. En una comunicació¹¹ recent, la Comissió ha especificat que la retribució dels instruments híbrids de capital utilitzats pels estats s'hauria de situar entre l'exigida pel mercat per al deute subordinat (al voltant d'un 7 %, de mitjana) i l'exigida per a les accions ordinàries (al voltant d'un 9,3 %, de mitjana).¹² Al seu torn, aquesta hauria de ser creixent en el temps per a donar incentius a les entitats a substituir el capital públic per capital privat tan aviat com sigui possible.

El fet de jutjar la proporcionalitat de les recapitalitzacions preventives per a resoldre les ineficiències comporta determinar quin nivell de capital necessita cada entitat per no restringir el crèdit a projectes rendibles. A diferència del cas dels avals, en què la decisió de quina quantitat calia emetre amb aval era donada fonamentalment per

l'import dels venciments a mitjà termini, la demanda de capital públic de les entitats no és exògena al disseny del pla. Aquesta dependrà del preu al qual l'estat estigui disposat a injectar capital. Com veurem, un preu massa baix pot

donar incentius a les entitats a sol·licitar capital públic barat per sobre d'allò que és socialment òptim. Davant d'això, la Comissió simplement assenyala que veurà bé recapitalitzacions preventives que incrementin la ràtio de capital fins en

Taula 2. Esquemes de recapitalització aprovats per la Comissió Europea

	Ràtio de capital "preferit"	Instrument	Remuneració exigida per l'estat	Limitacions imposades
Grècia	Tier-1: 8-10 %	Accions preferents	10 %	• 1 conseller • Límit al creixement del balanç • Pla reestructuració • Límit a la retribució de directius • Prohibició repartiment de dividends mentre es beneficiï de capital públic
Regne Unit*	Tier-1: 8 % Core T1: 4 %	Accions preferents	12 %	• Límit a la retribució de directius • Per a entitats amb problemes: - Límit al creixement del balanç - Pla de reestructuració
Alemanya*	Tier-1: 10 %	Accions preferents	• Entre 7 % i 9,3 % el 1r any per a entitats solvents en funció de l'instrument i el risc • Mín. 10 % el 1r any per a entitats amb problemes • Creixent en el temps	• Límit al creixement del balanç • Requeriments sobre ràtio de solvència • Límit a la retribució de directius • Per a entitats amb problemes: - Pla de reestructuració
França*	Tier-1: 8,5-9 %	Deute subordinat	• En funció del risc de l'entitat • 8 % de mitjana	• Obligacions sobre creixement del crèdit • Límit a la retribució de directius
Itàlia*	Tier-1: 8 %	Deute subordinat	• Entre el 7,5 % - 8,5 % el 1r any • Creixent en el temps	• Sobre els dividends, la retribució i altres restriccions de conducta
Dinamarca*	Tier-1: 12 %	Capital híbrid Tier-1	Entre 9 % - 12 % en funció del risc de l'entitat	• Límit a la retribució de directius • Prohibició repartiment de dividends fins al 2010 • Obligacions sobre creixement del crèdit • Per a entitats amb problemes: - Pla de reestructuració

(*) Informe de la Comissió en estat confidencial

Font: Comissió Europea, ministeris de finances i Bloomberg. Elaboració pròpia.

▲ La Comissió veurà bé recapitalitzacions preventives que incrementin la ràtio de capital fins en 200 punts bàsics.

200 punts bàsics. Aquest marge de capital disponible pot ser excessivament ampli en el cas d'entitats que encara disposen de ràtios relativament altes.

Amb tot, el gruix de les distorsions a la competència el provocarà l'existència d'algun tipus d'avantatge per a les entitats amb capital públic, respecte a la resta d'entitats, en cadascun dels mercats en què competeixin. Posseir capital públic pot ser font de dos avantatges que, al seu torn, condicionaran la competència en mercats diferents. D'una banda, el capital públic pot reduir el risc de l'entitat percebut pels inversors. Aquest fet constituiria un avantatge per a finançar-se en el mercat de deute a llarg termini. D'altra banda, el fet de disposar d'accés a capital abundant i en millors condicions que els rivals permet seguir estratègies agressives de captació de clients. Les distorsions a la competència apareixeran, en aquest cas, en els mercats detallistes i en el de banca corporativa.

Distorsions en el mercat de deute a llarg termini

La crisi financera ha tingut serioses conseqüències sobre els mercats de deute. D'una banda, ha agreujat els problemes d'informació asimètrica, de manera que qualsevol senyal sobre el risc d'una entitat té un gran impacte sobre el preu de les seves emissions. De l'altra, les pèrdues massives han contret la demanda de deute bancari. En aquest context, qualsevol senyal que es percebi com una disminució del risc es pot traduir en uns costos de finançament molt menors que els dels rivals.

Així, doncs, la competència en aquests mercats pot estar distorsionada si les diferents injeccions de capital públic als bancs han alterat la percepció del risc de les entitats. Hi ha diverses raons per les quals això pot haver passat. En primer lloc, en la mesura en què les entitats beneficiàries gaudeixin de més capital que d'altres per a absorbir pèrdues arran de la injecció pública, qualsevol emissió de deute de les primeres serà percebuda com de menys risc. És possible, a més, que la

injecció de capital públic assenyali un cert compromís de l'estat de salvar l'entitat davant de qualsevol eventualitat futura. Aquest compromís contribuiria a reduir encara més el risc percebut pel mercat. Finalment, les ràtios de capital que molts estats han esmentat explícitament com a «preferides» per les seves entitats bancàries, i que són notablement superiors a les exigides pels acords de Basilea, poden ser interpretades pels mercats com un nou mínim regulatori *de facto* aplicable a totes les entitats.

La conseqüència immediata és que el coixí de capital de les entitats no beneficiàries de l'ajut es redueix, la qual cosa les empeny a ampliar el capital (en condicions cada vegada més costoses). En el cas extrem, les entitats amb una ràtio de capital adequada segons els acords de Basilea però allunyada de la preferida pels estats poden ser percebudes pels mercats com a entitats amb problemes de solvència, fet que n'encareix el deute a llarg termini.

És possible que les recapitalitzacions preventives realitzades en altres països hagin posat les entitats bancàries espanyoles en situació de desavantatge.

Així, doncs, és possible que les recapitalitzacions preventives que s'han dut a terme en altres països hagin posat les entitats bancàries espanyoles en situació de desavantatge, bo i alterant-ne el cost del finançament en els mercats de deute. Quantificar aquest desavantatge és certament complicat, ja que, fins i tot en circumstàncies normals, el risc d'una entitat és determinat per nombrosos paràmetres –com ara el risc país o el risc dels mercats en què opera–, que haurien de ser controlats per a aïllar l'efecte de l'entrada de capital públic.

Això no obstant, és possible obtenir alguna indicació pel que fa a l'existència d'una alteració del risc relatiu entre entitats beneficiàries i no beneficiàries analitzant el cas de les recapitalitzacions preventives al Regne Unit, atesa la naturalesa de les mesures preses i la diversa reacció de les entitats. Al Regne Unit, el pla de recapitalitzacions

Taula 3. Condicions de les recapitalitzacions preventives dels bancs britànics

		Accions preferents	Accions ordinàries	
		Cupó anual	Descompte per a nou inversor	Increment en el capital (milions de £)
Mitjançant capital públic	Royal Bank of Scotland	12 %	8,5 %	20.000
	Lloyds TSB	12 %	8,5 %	5.500
	HBOS	12 %	8,5 %	11.500
Mitjançant capital privat	Barclays	14 %	22,5 %	6.500
	Standard Chartered	—	48,7 %	1.779

Font: UK Treasury i entitats. Elaboració pròpia.

▲ Al Regne Unit, el pla de recapitalitzacions preventives va de la mà de l'esquema d'avalis públics.

preventives va de la mà de l'esquema d'avalis públics. El Govern va establir, com a criteri d'elegibilitat per a participar en l'esquema d'avalis, que les entitats havien de tenir una ràtio de capital Tier-1 adequada als ulls del Govern. Concretament, el supervisor britànic va indicar que trobava adequada una ràtio de capital Tier-1 (rang, nivell?) del 8 % i una de *core capital* ('capital bàsic')¹³ del 4 %. Les entitats que desitgessin utilitzar l'esquema d'avalis i no complissin aquestes ràtios podien acollir-se al pla de recapitalització del Govern o bé intentar ampliar capital pel seu compte.

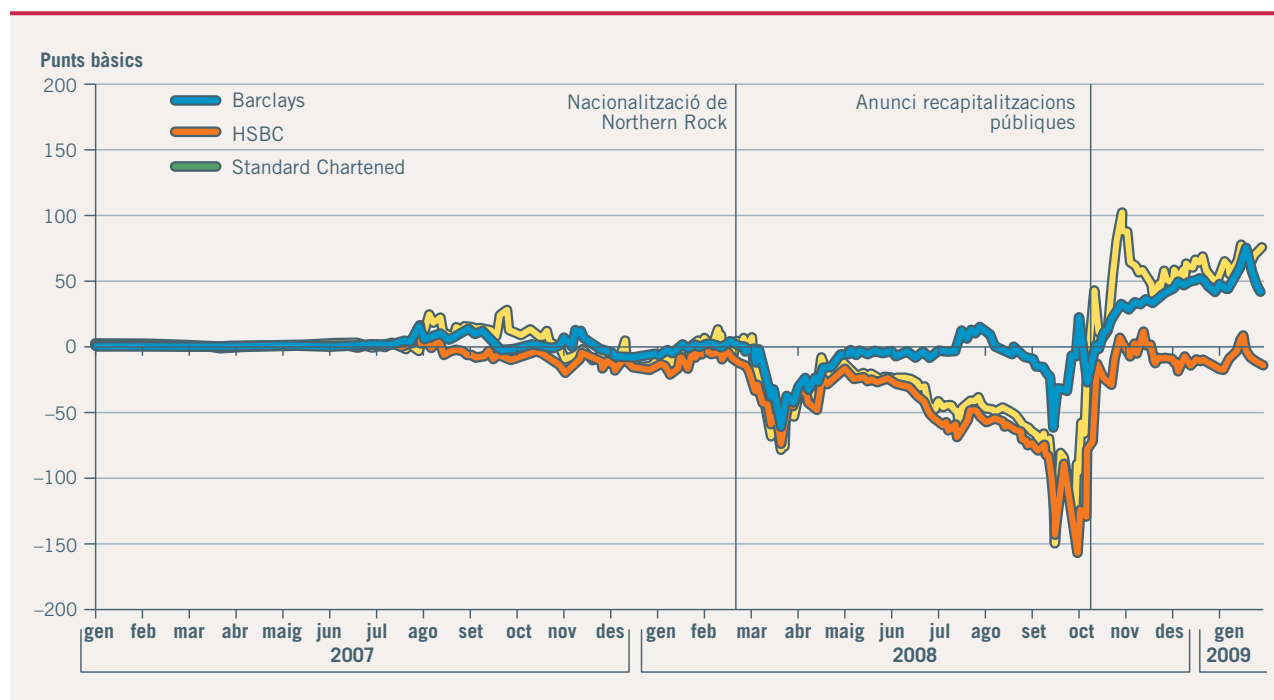
D'entre les principals entitats del país, Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds TSB i HBOS van sol·licitar la recapitalització pública; Abbey i HSBC van injectar fons propis des de les seves matrius, mentre que Barclays i Standard Chartered van recórrer al mercat per a ampliar capital. L'anàlisi de l'evolució dels CDS (permutes financeres per impagament creditici) d'aquestes

entitats suposa una primera aproximació als canvis en el risc relatiu deguts a la diferent naturalesa (pública o privada) de les recapitalitzacions.

El gràfic 1 mostra l'evolució dels CDS de les entitats que no van rebre capital públic respecte a una mitjana ponderada dels CDS de les entitats que sí que en van rebre (RBS, Lloyds i HBOS). Fins a l'agost del 2007, moment en què s'inicià la crisi financera, no es percebien diferències en el risc de les diferents entitats. A partir d'aleshores, les diferències es van fent aparents i, especialment, arran de la nacionalització del banc britànic Northern Rock.

El gràfic mostra com, a mesura que avança la crisi, HSBC, Standard Chartered i, en menys mesura, Barclays, van ser percebudes com a entitats amb menys risc que les que posteriorment rebrien capital públic. Això no obstant, aquesta percepció relativa del risc s'inverteix just després que el Govern britànic anunciés la recapitalització

Gràfic 1. Diferencial entre el CDS a 5 anys de les entitats no beneficiàries i el CDS sintètic de les entitats amb capital públic



Font: Datastream. Elaboració pròpia.

▲ La percepció relativa del risc s'inverteix just després que el Govern britànic anunciés la recapitalització pública.

pública l'octubre del 2008 i això malgrat la injecció de fons privats que van dur a terme les tres entitats en aquestes dates.

Aquesta anàlisi mostra, tot i la seva simplicitat, com la naturalesa pública o privada de les recapitalitzacions afecta de manera diferent la percepció del risc d'una entitat. D'aquesta manera, Barclays, HSBC i Standard Chartered han vist com el seu cost de finançament s'ha encarit relativament respecte al dels seus rivals arran de la recapitalització pública. Creiem que es pot argumentar que l'efecte sobre el risc d'aquestes tres entitats és representatiu de l'efecte sobre el risc d'altres entitats sense capital públic (independentment del seu país d'origen). En aquest cas, el gràfic mostraria com les accions d'un país poden posar en situació de desavantatge les entitats d'un altre estat membre i generar externalitats negatives que es reflectiran en un superior cost d'accés al

finançament a llarg termini. Les conseqüències per al segon estat membre seran un cost més elevat dels serveis bancaris i una contracció més gran del crèdit. Això pot portar els estats a entrar en una recapitalització competitiva de les seves entitats, a fi d'evitar aquesta externalitat. Aquest seria el cas de la recapitalització de les entitats franceses, les quals, tot i gaudir d'una millor salut i no mostrar signes de restricció de crèdit, van acceptar una injecció de capital públic per a aconseguir ràtios de capital Tier-1 d'entre el 8,5 % i el 9 %, semblants a les britàniques.

Distorsions en els mercats de banca detallista i banca corporativa

El negoci bancari en l'àmbit detallista presenta dues característiques que influeixen notablement en el tipus d'estratègies que utilitzen les entitats

per a competir. D'una banda, el seu caràcter relacional fa que els clients incorrin en costos de canvi quan volen operar amb una entitat diferent de l'habitual –la nova entitat no disposa d'informació sobre ells i, per tant, s'enfronta a un problema de selecció adversa anàleg al discutit més amunt–. Això té com a conseqüència una certa inèrcia del consumidor a continuar operant a través de la seva entitat un cop ha optat per una.

D'altra banda, les entitats gaudeixen d'economies d'abast en la distribució de productes financers, de manera que obtenen avantatges de cost en un producte concret gràcies a les vendes associades. Totes dues característiques justifiquen l'ús, a curt termini, d'estratègies agressives de captació de clients que només són rendibles a llarg termini gràcies a la capacitat de retenir-los. Tenint en compte que el crèdit és un dels productes que es fan servir més per a captar clients, el fet de disposar de capital públic proporciona un clar avantatge competitiu.

D'una banda, les entitats que han rebut capital públic disposen del coixí necessari per a continuar concedint crèdit i per a fer-ho en millors condicions, ja que el capital públic es troba disponible i és més barat que el privat. D'altra banda, si l'estat força aquestes entitats a concedir crèdit per raons d'eficiència, els clients que s'aconsegueixin així es poden conservar gràcies als costos de canvi un cop l'estat retiri la seva participació.

El desavantatge per a les entitats espanyoles es manifesta en el mercat de banca corporativa, on els principals rivals són altres entitats europees.

Al començament, aquests possibles efectes anti-competitius sobre el mercat detallista van ser reconeguts per la Comissió en la seva Comunicació Bancària, la qual exigia restriccions al comportament de les empreses beneficiàries per a autoritzar tant els esquemes d'aval com els de recapitalitzacions. Així, va imposar un límit al creixement del balanç de les entitats beneficiàries que pretenia evitar un creixement del crèdit per

sobre d'allò que és necessari per a reactivar l'economia –i que implicaria que s'estaria restant quota de mercat a les entitats sense capital públic–. Això no obstant, en la nova comunicació sobre recapitalitzacions, la Comissió ha fet marxa enrere i ha eliminat els límits al creixement dels balanços en el cas de les entitats solvents. Aquests han estat substituïts per proteccions nacionals aplicables i efectives que garanteixin la concessió de crèdit a l'economia real.

Sembla que la Comissió confia en el preu del capital públic i els requeriments de crèdit per a assegurar que les injeccions de capital s'utilitzen amb les finalitats desitjades i no per a finançar una expansió comercial agressiva. Però, si el preu és massa baix, hi ha el risc de donar incentius a les entitats per a sol·licitar capital públic barat per sobre d'allò que és socialment òptim.

De fet, tot i que hi ha la possibilitat que una expansió agressiva en el mercat detallista domèstic no sigui rendible si totes les entitats tenen accés al capital públic, pot ser interessant expandir les filials que operin en mercats geogràfics en els quals l'estat no tingui un esquema d'aquest tipus. Una altra possibilitat és competir més agressivament en mercats d'un àmbit més gran que el nacional, com seria el de la banca corporativa –entès com el de la prestació de serveis d'intermediació financera tradicionals a grans empreses.

Des del punt de vista espanyol, les distorsions del mercat de banca detallista local poden ser relativament petites, ja que no hi ha gaires filials d'entitats beneficiàries de capital públic que tinguin una presència significativa en el mercat (amb l'excepció d'ING). Això no obstant, el desavantatge per a les entitats espanyoles es pot manifestar en el mercat de banca corporativa, en el qual els principals rivals són altres entitats europees.

En aquest cas, el desavantatge respecte a altres entitats amb capital públic és doble: el preu al qual aquestes poden oferir crèdit està influït no solament pel coixí de capital barat de què disposen, sinó també pel seu menor cost de finançament a llarg termini.

Conclusió

Aquest article ha provat d'argumentar que algunes de les recents intervencions públiques d'ajuda al sistema bancari presenten seriosos problemes de competència per als quals la Comissió Europea no ha establert mesures que els contrarestin. Els principals problemes els creen les recapitalitzacions preventives d'entitats solvents.

Aquest tipus d'ajuts públics no solament genera efectes negatius via incitació a les recapitalitzacions competitives i distorsió de la competència en els diferents mercats, sinó que posa fre a una integració més gran del mercat europeu. Això és degut al fet que l'entrada de l'estat en l'accionariat de les entitats pot haver substituït l'entrada d'entitats privades d'un altre estat membre que disposin del capital necessari.

Cal preguntar-se si les distorsions que genera no soscaven els beneficis reals de l'ajuda o bé si no hi ha algun altre instrument que permeti aconseguir aquests mateixos objectius.

Malgrat l'existència d'arguments d'eficiència que poden justificar la injecció de capital públic en entitats solvents, cal preguntar-se si les distorsions que això genera no soscaven els beneficis reals de l'ajuda o bé si no hi ha algun altre instrument que permeti aconseguir aquests mateixos objectius. En aquest sentit, si l'objectiu primordial és restablir el camí del crèdit i el principal problema és la gran incertesa que hi ha entre les entitats –tant pel que fa als riscos aliens com als propis–, sembla lògic pensar que la millor solució és eliminar aquesta incertesa com més aviat millor. Els actuals esquemes de recapitalització no serveixen per a això. En canvi, les assegurances sobre actius tòxics podrien ser un pas en aquesta direcció. El problema d'aquestes assegurances és que exigiria proteccions de més envergadura i una supervisió estricta i creïble per la Comissió. La capacitat de la Comissió de sancionar empreses individuals o estats afectats per un problema particular és elevada. Això no obstant, en les presents circumstàncies, en què tots els estats membres estan afectats pel mateix problema, el poder de negociació real de la Comissió sembla molt menor. Això es reflecteix en l'heterogeneïtat de les mesures que ha acceptat i planteja dubtes sobre la seva capacitat de supervisar plans d'ajuda que cada vegada tenen un impacte més gran en la situació competitiva del sector.

SANDRA JÓDAR-ROSELL

Doctora en Economia per la Toulouse School of Economics.
Economista al servei d'Estudis i Anàlisi Econòmica de «La Caixa».

S'ha especialitzat en temes d'organització industrial aplicada, política de competència i sectors regulats.

Ha treballat a Endesa i al Departament d'Economia de l'Institut d'Estudis Superiors de l'Empresa (IESE).



JORDI GUAL

Doctor en Economia per la Universitat de Califòrnia, Berkeley.

Sotsdirector general de «La Caixa», responsable d'Estudis i Anàlisi Econòmica, i professor d'Economia d'IESE Business School.

És i ha estat conseller econòmic de la Direcció General d'Assumptes Econòmics i Financers, de la Comissió Europea a Brussel·les, i professor convidat a la Universitat de Califòrnia, Berkeley. També és *research fellow* del Center for Economic Policy Research (CEPR, Londres).

Ha estat membre de l'Economic Advisory Group de la DG de Competència de la Comissió Europea, vocal de la Junta de Govern del Col·legi d'Economistes de Catalunya i consultor de grans empreses industrials i financeres i també de nombroses fundacions i organismes internacionals.

Ha estat guardonat amb l'European Investment Bank 1999 Prize.



Notes

1. L'article 87(2) també preveu excepcions a la incompatibilitat dels ajuts públics, però es refereix a casos molt puntuals, com ara els ajuts per a reparar els perjudicis causats per desastres naturals o els necessaris per a consolidar la reunificació d'Alemanya. També està-bleix com a compatibles els ajuts socials destinats als consumidors individuals, sempre que no discriminin en funció de l'origen dels productes consumits.
2. A més de l'agricultura, la pesca i el transport, els sectors beneficiaris d'ajuts sectorials són la producció audiovisual, la radiodifusió, el carbó, l'electricitat, els serveis postals i la construcció naval.
3. En el moment d'escriure aquest article, el Regne Unit era l'únic país europeu que havia iniciat un esquema d'assegurances contra actius tòxics, que estava pendent d'aprovació per la Comissió. Per això, l'article no té en compte aquest tipus d'instrument. Val a dir, però, que aquestes assegurances poden ser un millor instrument que la recapitalització preventiva, atesa la incertesa que hi ha sobre el valor dels actius tòxics de les entitats financeres. Això no obstant, davant la complexitat d'aquesta valoració, serà molt difícil evitar que les primes i altres condicions d'aquestes assegurances no continguin una part significativa d'ajuts públics que distorsionin la compe-tència.
4. COMUNICACIÓ DE LA COMISSIÓ EUROPEA 2008/C 270/02. «L'aplicació de les normes sobre ajuts estatals a les mesures adoptades en rela-ció amb les institucions financeres en el context de l'actual crisi financera mundial».
5. A més d'aval i recapitalitzacions, alguns estats membres han presentat altres instruments complementaris que han estat aprovats per la Comissió (p. ex.: el Fons per a l'Adquisició d'Actius Financers a Espanya). Atès el seu caràcter més específic, a mida del sistema financer de cada país, el present article no tractarà aquests altres instruments.
6. A Irlanda, l'esquema d'aval cobreix deute subordinat antic, que computa com a capital Tier-2. En el cas de Dinamarca, l'esquema cobreix el deute sènior no subordinat i sense garanties ja existent durant un període de dos anys. Àustria inclou també una cobertura durant tres anys per als prestataris ja existents.
7. El preu dels avals a Dinamarca, Irlanda i França no segueix aquesta norma, sinó que cada entitat contribuirà a una part del cost esti-mat del pla per a l'estat.
8. Això no obstant, els estats encara tenen un cert marge per a influir en el preu final de l'aval. Així, per exemple, al Regne Unit s'ha fi-xat el període de referència dels CDS entre el juliol del 2007 i el juliol del 2008. Un altre exemple és el cas d'Espanya i Holanda, on el preu de l'aval calculat segons la regla anterior està limitat per un màxim en funció del ràting de l'entitat. Aquest import màxim repre-senta una mitjana de les cotitzacions dels CDS de les entitats amb idèntic ràting (AA o A) durant el mateix període de temps.
9. Per a evitar el tracte discriminatori, la comunicació de la Comissió exigeix també que la concessió d'aval segueixi criteris d'elegibili-tat objectius i no discriminatoris, especialment respecte a entitats filials d'altres estats membres.
10. Per a un model sobre el nivell de capital òptim dels bancs que té en compte els acords de Basilea i les imperfeccions en el mercat de capitals, vegeu VAN DEN HEUVEL (2007). *The Bank Capital Channel of Monetary Policy*. The Wharton School, University of Pennsylvà-nia, mimeo.
11. COMUNICACIÓ DE LA COMISSIÓ EUROPEA 2009/C 10/03. «La recapitalització de les institucions financeres en la crisi financera actual: li-mitació dels ajuts al mínim necessari i proteccions contra els falsejaments indeguts de la competència».
12. La Comissió opina també que la remuneració exigida hauria d'augmentar amb el risc de l'entitat, a més de dependre del tipus d'instrument escollit.
13. Segons la definició de *core capital* de l'Autoritat de Serveis Financers (FSA).