

documentos de economía "la Caixa"

N.º 13 ABRIL 2009

**Ayudas públicas en el sector bancario:
¿rescate de unos, perjuicio de otros?**

Sandra Jódar-Rosell
Jordi Gual



SERVICIO DE ESTUDIOS

”la Caixa”

Servicio de Estudios
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2009

© Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros?*

Sandra Jódar-Rosell

Jordi Gual

Agradecemos las discusiones sobre estos temas con nuestros colegas en el Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa": Oriol Aspachs, Matthias Bulach, Enric Fernández, Avelino Hernández y Anna Mialet.

* Este documento ha sido publicado en la revista *Economistas*, n.º 120 (abril, 2009), editada por el Colegio de Economistas de Madrid.

Resumen:

En el contexto actual de incertidumbre extrema, existen poderosas razones de eficiencia que pueden justificar el recurso a planes de avales públicos y recapitalizaciones preventivas de entidades solventes. Los primeros permiten combatir los graves problemas de información asimétrica entre las entidades financieras y sus acreedores. Las segundas permiten a las entidades restablecer el colchón de capital deseado sin tener que recurrir a una contracción de la oferta de crédito, que impediría la realización de proyectos rentables, o a una venta masiva de activos que podría tener consecuencias sistémicas. Sin embargo, las recapitalizaciones preventivas presentan serios problemas de competencia que parece que la Comisión Europea no ha sabido contrarrestar. Por un lado, este tipo de ayudas públicas distorsiona el riesgo relativo entre entidades beneficiarias y no beneficiarias, encareciendo la financiación a largo plazo para estas últimas. Por otro, otorgan una mayor capacidad de implantar estrategias competitivas agresivas que sólo son rentables a largo plazo, distorsionando la competencia en los mercados minoristas y de banca corporativa.

Palabras clave: Ayudas estatales, competencia bancaria, crisis financiera

Códigos JEL: H20, L50, G21, G28

Abstract:

Given the extreme uncertainty surrounding financial markets, there are strong efficiency reasons to justify the use public funds for guarantee schemes and precautionary recapitalisations of fundamentally sound financial institutions. The former tackle the severe asymmetric information problems between financial institutions and their creditors. The latter allow these institutions to restore their desired level of buffer capital without neither constraining their lending capacity, which could prevent the execution of profitable projects, nor triggering a fire-sale of assets that could have systemic consequences. However, these precautionary recapitalisations pose serious competition problems that the European Commission has not been able to address. On the one hand, this kind of state aid distorts the relative risk between recipient and non-recipient institutions, raising the costs of long-term funding for the latter. On the other hand, it better equips the recipient institutions with funds to implement aggressive strategies that are profitable only in the long run and thus, it distorts competition in the retail and corporate banking markets.

Keywords: State aids, banking competition, financial crisis

JEL Codes: H20, L50, G21, G28

ÍNDICE

1. Introducción	5
2. Las ayudas de Estado y el papel de la Comisión Europea	6
3. La avalancha de ayudas a la banca y la reacción de la Comisión Europea	8
4. Los esquemas de avales	11
5. Los esquemas de recapitalización preventiva	13
5.1. Distorsiones en el mercado de deuda a largo plazo	15
5.2. Distorsiones en los mercados de banca minorista y banca corporativa	18
6. Conclusiones	20
Referencias	22

1. Introducción

Diez de las quince economías más potentes de la Unión Europea han aprobado planes de ayuda estatal que involucran el uso de capital público en entidades en principio solventes. Hasta el momento, 16 de marzo de 2009, España no ha presentado ningún plan en esa dirección, lo que ha llevado a algunas entidades bancarias a manifestar su queja por la situación de desventaja que esto representa para las entidades españolas. Esta queja, sin embargo, no es unánime. Hay quien cree que el mercado será capaz de discernir entre las entidades con capital público y las que no lo tienen. Otros creen que la Comisión Europea ha incluido las salvaguardias necesarias para anular cualquier posible ventaja. El presente artículo trata de establecer qué hay de cierto en esta variedad de opiniones. Para ello, se discuten los posibles motivos de eficiencia que podrían justificar la concesión de ayudas públicas a entidades financieras solventes, así como las distorsiones que éstas plantean en los mercados y los remedios propuestos por la Comisión Europea para minimizarlas.

El artículo deja de lado las intervenciones estatales para reestructurar entidades en riesgo de quiebra –como es el caso de Northern Rock o Hypo Real State– al entender que la decisión de no dejar caer ninguna entidad sistémica responde a un debate distinto. En efecto, el problema que nos ocupa no es tanto el de los incentivos perversos que genera el rescate de entidades en quiebra, sino el del impacto en la competencia bancaria paneuropea que puede tener la actuación poco coordinada de los Estados miembros sobre las entidades solventes.

2. Las ayudas de Estado y el papel de la Comisión Europea

Con el fin de tener una referencia de la postura de la Comisión Europea frente a las ayudas al sector bancario, merece la pena efectuar un breve repaso de su política actual sobre las ayudas estatales. El empleo de recursos públicos para ayudar a ciertas empresas suele ir, en general, en detrimento del bienestar de un país. Esto es así porque permite la supervivencia de empresas menos eficientes que sus rivales y, por tanto, supone el dispendio de unos recursos que podrían destinarse a actividades más productivas. En ciertos casos, sin embargo, la intervención pública puede estar justificada por motivos de equidad o bien para corregir fallos de mercado. Por ello, el organismo europeo encargado de velar por la competencia tiene también encomendada la tarea de supervisar las ayudas estatales, definidas como transferencias de recursos estatales que constituyan una ventaja económica para la empresa receptora frente a sus competidores en el mercado y que no hubiera recibido en el curso normal de sus negocios.

En líneas generales, el artículo 87(1) del Tratado de la Unión Europea declara que las ayudas estatales son incompatibles con el mercado común si pueden llegar a tener un efecto sobre la competencia y el comercio entre Estados miembros. Cuando existe ese riesgo, la Comisión Europea debe examinar si existe algún motivo de eficiencia y/o de equidad que compense los efectos negativos sobre la competencia. El propio artículo 87, en su sección 3, establece una serie de posibles motivos que podrían justificar la concesión de ayudas estatales¹. Estos motivos han sido desarrollados posteriormente por la Comisión, a través de un conjunto de regulaciones, a fin de proporcionar cierta seguridad jurídica a los Estados y agilizar el proceso de revisión de planes de ayuda.

En general, la Comisión distingue entre dos grandes tipos de ayuda estatal. Un primer grupo lo forman los planes de ayudas estatales que persiguen paliar fallos de mercado que pueden ocurrir en cualquier sector. Estos planes tienen un claro objetivo de eficiencia y no discriminan entre las empresas o sectores que pueden beneficiarse de las ayudas, así que es difícil que escondan motivos de proteccionismo por parte de los Estados. Por ello la Comisión ve estas ayudas con buenos ojos y las declara compatibles con el Tratado. En este grupo se encuentran las ayudas a la pequeña y mediana empresa, las ayudas para I+D+i, para la protección del medio ambiente, para el empleo y la formación o las ayudas al capital riesgo. Las concedidas a empresas de regiones desfavorecidas (ya sea en comparación con la media europea o con la media nacional) también tienden a ser autorizadas por motivos sociales o de equidad.

Un segundo grupo lo forman las ayudas que la Comisión califica como sectoriales. Se trata en este caso de ayudas a empresas que operan en sectores sujetos a una regulación comunitaria específica (agricultura, pesca y transportes), en sectores en declive o en sectores que han sido recientemente sujetos a una desregulación que ha incrementado el nivel de competencia². Se incluyen también en esta categoría las ayudas de salvamento y reestructu-

1. El artículo 87(2) también prevé excepciones a la incompatibilidad de las ayudas públicas, pero se refiere a casos muy puntuales, tales como las ayudas para reparar los perjuicios causados por desastres naturales o las necesarias para consolidar la reunificación de Alemania. También establece como compatibles las ayudas sociales destinadas a los consumidores individuales, siempre y cuando no discriminen en función del origen de los productos consumidos.

2. Además de la agricultura, la pesca y el transporte, los sectores beneficiarios de ayudas sectoriales son la producción audiovisual, la radiodifusión, el carbón, la electricidad, los servicios postales y la construcción naval.

ración de empresas en crisis. Dejando a un lado los sectores con regulación específica, los beneficiarios de las ayudas sectoriales son empresas con problemas de eficiencia que cuestionan su viabilidad.

La concesión de ayudas estatales a un sector en particular se justifica fundamentalmente por motivos de política social o regional, para facilitar los procesos de reconversión sectorial y compensar a las partes perjudicadas por el ajuste. Por ello la concesión incluye restricciones al tipo de uso que se puede dar a la ayuda –por ejemplo, en el caso de sectores en declive, no puede utilizarse para aumentar la capacidad productiva en el mismo sector– y suelen ser de carácter temporal. En el caso de las ayudas a empresas en crisis –aquellas que no pueden asegurar por sí solas su supervivencia a corto o medio plazo–, estas restricciones son todavía mayores. En primer lugar, y dado que se conceden porque se cree que la empresa puede ser viable a largo plazo, requieren de la elaboración detallada de un plan de reestructuración que será supervisado puntualmente. En segundo lugar, sólo pueden ser concedidas una vez para evitar, de este modo, que la empresa se sustente únicamente gracias a la ayuda del Estado. La intensidad de la ayuda se circunscribe al mínimo necesario para cubrir los costes de reestructuración y debe ir acompañada de la máxima contribución posible, en forma de recursos propios, por parte de los beneficiarios de la ayuda. Esta contribución debe ser significativa, de modo que sea una clara señal de que los propietarios creen en la posible viabilidad de la empresa. Finalmente, se incluyen condiciones destinadas a minimizar los efectos negativos sobre la competencia. Así, por ejemplo, puede exigirse la venta de activos o la disminución de la capacidad productiva de la empresa.

3. La avalancha de ayudas a la banca y la reacción de la Comisión Europea

En el marco de la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 y en un contexto de creciente debilidad de muchos sistemas bancarios internacionales, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 supuso un punto álgido de incertidumbre que sembró una enorme desconfianza en los mercados de capitales, generando pánico entre los inversores y cerrando prácticamente los mercados de financiación a corto plazo. Ante la incapacidad de las repetidas inyecciones de liquidez y de los recortes de tipos de interés de los bancos centrales para restablecer la situación, los gobiernos de los países desarrollados decidieron intervenir para evitar el colapso de sus sistemas financieros. Se trataba de prevenir una retirada masiva del ahorro de los ciudadanos depositado en las entidades financieras, impedir que las dificultades de liquidez afectaran a la solvencia del sistema y evitar el desbordamiento de la crisis financiera hacia la economía real. De este modo, el sector bancario ha venido a sumarse al conjunto de sectores asistidos por el sector público.

El compromiso de recursos públicos para asistir al sector financiero internacional ha tomado numerosas formas y continúa evolucionando a medida que se intensifica el contagio a la economía real. En un principio, las intervenciones fueron en forma de inyecciones de capital en entidades que presentaban graves problemas de solvencia. Se trataba de cumplir el primer compromiso acordado por los Estados en la reunión de octubre del G7: evitar, utilizando todos los medios posibles, la caída de cualquier banco importante desde un punto de vista sistémico. El segundo paso fue ampliar los importes de la garantía de los depósitos en las entidades bancarias, para luego extenderla a otras deudas a corto plazo. El apoyo público al pasivo de las entidades bancarias ha continuado con inyecciones «preventivas» de capital en instituciones solventes y en la actualidad se está contemplando la posibilidad de ofrecer esquemas de seguros contra las pérdidas producidas por los activos potencialmente tóxicos que permanecen en el balance de las entidades³.

No sólo los instrumentos utilizados han sido numerosos, sino que la reacción de los Estados también ha sido heterogénea. En el caso de la Unión Europea, con 27 países obligados a notificar cualquier plan de ayuda estatal, el reto para la Comisión de asegurar que ninguno de estos planes distorsione el funcionamiento del mercado interior europeo es enorme. Más aún cuando los acontecimientos se desarrollan a gran velocidad y los Estados miembros reaccionan a ellos de forma casi simultánea. Por ello, la Comisión ha optado por establecer un marco general⁴, la Comunicación Bancaria, sobre el que se negociarán los planes de cada país. En este marco se detalla la posición de la Comisión frente a estas ayudas, especificando los instrumentos que considera adecuados para afrontar la crisis financiera, los criterios a seguir para asegurar la proporcionalidad de las ayudas, así como los posi-

3. En el momento de escribir este artículo, el Reino Unido era el único país europeo que había iniciado un esquema de seguros contra activos tóxicos y éste estaba pendiente de aprobación por la Comisión. Por ello, el artículo no contempla este tipo de instrumento. Baste decir, sin embargo, que estos seguros pueden ser un mejor instrumento que la recapitalización preventiva dada la incertidumbre que existe sobre el valor de los activos tóxicos de las entidades financieras. No obstante, ante la complejidad de dicha valoración, será muy difícil evitar que las primas y otras condiciones de estos seguros no contengan una parte significativa de ayudas públicas que distorsionen la competencia.

4. Comunicación de la Comisión Europea 2008/C 270/02. «La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial».

bles problemas de competencia que pueden tener lugar y las medidas imprescindibles que deben tomarse para minimizarlos.

TABLA 3.1 Importe de las ayudas al sector bancario desde enero de 2008 (millones de euros)

	RECAPITALIZACIONES PÚBLICAS	GARANTÍAS SOBRE DEUDA (IMPORTES APROBADOS)	GARANTÍAS SOBRE ACTIVOS TÓXICOS
Alemania	50.300	400.000	
Bélgica	12.200	1.800	
EE.UU.	192.308	180.000 (*)	324.806
España	0	100.000	
Francia	13.500	320.000	
Holanda	29.800	200.000	30.233
Italia	0	Importe indeterminado	
Austria	100	90.000 (**)	
Reino Unido	39.959	271.577	635.490
Suiza	3.919		

NOTAS: Datos actualizados a 16 de marzo de 2009.

(*) Estimación del importe avalado hasta ahora por el Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP). http://money.cnn.com/2009/01/16/news/economy/fdic_tlgp/.

(**) Incluye 75.000 millones de euros para un *clearing bank* con garantía estatal y otros 15.000 millones en otras garantías para deuda y activos de las entidades.

FUENTES: Comisión Europea, ministerios de finanzas, Bloomberg y elaboración propia.

Al analizar los distintos instrumentos de ayuda al sector bancario que se están implementando, es muy importante reconocer que la presente crisis financiera comporta, en realidad, dos problemas de distinta naturaleza aunque fundamentalmente ligados el uno al otro. El primero de ellos es la fuerte depreciación del valor de unos activos cuyo riesgo fue infravalorado significativamente. La magnitud de esta depreciación es lo suficientemente grande como para crear problemas de solvencia en las entidades poseedoras de estos activos, por lo que es posible que existan entidades incapaces de asumir sus compromisos y que tendrán que ser liquidadas o reestructuradas. El segundo problema es la incertidumbre que se ha instalado en los mercados financieros y que hace prácticamente imposible renovar la financiación a corto plazo de las entidades bancarias. Si este problema de liquidez no se resuelve a tiempo, las entidades pueden verse forzadas a vender activos, lo que presionaría su valoración a la baja y generaría problemas de solvencia, tal vez donde no los había.

La posición de la Comisión Europea ante las ayudas estatales al sector bancario es la de distinguir los problemas de solvencia de los de liquidez. Las ayudas dirigidas a solucionar problemas de solvencia –como en el caso de los rescates de urgencia de Northern Rock, Hypo Real State, Fortis Bank o Dexia– son analizadas bajo la normativa de ayudas de salvamento y reestructuración. Como se ha mencionado anteriormente, esta normativa es más estricta y exige planes claros y viables de reestructuración de la entidad. Las ayudas dirigidas a solucionar las tensiones de liquidez son analizadas bajo el nuevo marco definido por la Comunicación Bancaria. Así, uno de los requisitos para recibir ayudas estatales bajo este criterio es mostrar que la entidad es solvente. La definición de entidad solvente está en manos, sin embargo, del supervisor de cada Estado miembro.

Por último, es preciso resaltar que la Comisión ha adoptado una posición más permisiva con este conjunto de ayudas de lo que sería normal en otras circunstancias. Ha concedido la base legal para aplicar, excepcionalmente, el artículo 87(3)b del Tratado. Según este artículo, las ayudas «destinadas a poner remedio a una grave perturbación en la economía de un Estado miembro» podrán considerarse compatibles con el mercado común. De este modo, la crisis financiera se toma como una circunstancia atenuante en el presente caso. Ello tiene varias implicaciones importantes. La primera es que las ayudas que se declaren compatibles lo serán mientras dure la presente crisis financiera, fuente de la grave perturbación. Así pues, la Comisión ha establecido unas revisiones cada 6 meses y las ayudas se prorrogarán acorde con su resultado. La segunda es que los planes de ayuda se declararán compatibles si están bien dirigidos a solucionar la presente crisis financiera. Por el momento, la Comisión ha establecido que los avales estatales sobre las emisiones de deuda de las entidades y las recapitalizaciones «preventivas» con capital público son dos instrumentos bien dirigidos a solucionar las perturbaciones en los mercados financieros⁵.

5. Además de avales y recapitalizaciones, algunos Estados miembros han presentado otros instrumentos complementarios que han sido aprobados por la Comisión (por ejemplo: el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros en España). Dado su carácter más específico, a medida del sistema financiero de cada país, el presente artículo no tratará estos otros instrumentos.

4. Los esquemas de avales

La incertidumbre causante de la falta de financiación a corto plazo de las entidades bancarias tiene su origen en un problema de información asimétrica y genera fuertes externalidades negativas sobre la economía real. En efecto, cada entidad tiene mejor información que el resto acerca de los riesgos en los que ha incurrido y de las posibles pérdidas que puede sufrir. En tiempos normales, esta asimetría entre la información disponible para la entidad y la disponible para el mercado se minimiza gracias al papel de ciertos agentes, como las agencias de *rating*, que invierten en recabar información y emitir certificaciones. Sin embargo, la presente crisis ha puesto de manifiesto la inexactitud de la certificación otorgada por estos agentes, por lo que las consecuencias de la información asimétrica se dejan notar con fuerza. La crisis de liquidez en los mercados interbancarios y de deuda es la principal de estas consecuencias y la que está extendiendo los problemas del sector financiero a la economía real.

Cuando una entidad acude actualmente al mercado para conseguir recursos en forma de deuda, los tenedores de estos recursos no disponen de información suficiente como para distinguir a entidades solventes con necesidad de liquidez de las insolventes en el corto-medio plazo. Exigir un precio más elevado por estos recursos no soluciona el problema, puesto que un precio demasiado elevado puede disuadir a las entidades solventes y atraer únicamente a aquellas con problemas más graves. A este fenómeno se le conoce como selección adversa y es el fallo de mercado causante de la falta de transacciones en el mercado de financiación a corto plazo. La existencia de este fallo, que el mercado en su situación actual es incapaz de corregir y cuyos efectos se extienden al resto de sectores de la economía, justifica la intervención del Estado para resolver las tensiones de liquidez.

El aval del Estado es claramente un instrumento dirigido a minimizar el problema de selección adversa. Mediante este instrumento, el Estado se compromete a rembolsar al tenedor de la deuda en el caso en que la entidad financiera no pudiera hacer frente a sus compromisos. Al ser el Estado el último responsable del pago, el potencial comprador de deuda avalada sólo considera el riesgo de impago del Estado. Este riesgo no está sujeto a problemas de información y prueba de ello es que existe una elevada demanda para la deuda soberana. Por tanto, las entidades de crédito pueden obtener liquidez de los mercados a través de las emisiones de deuda con aval. El Estado, por su parte, al disponer de mejor información acerca de la probabilidad de impago de dichas entidades gracias al supervisor bancario, podría en teoría valorar el riesgo que está asumiendo y poner un precio al aval.

A la hora de establecer la compatibilidad con el mercado común de los esquemas de avales, la Comisión evalúa la proporcionalidad de la medida y las posibles distorsiones a la competencia. La proporcionalidad viene determinada, en gran parte, por el tipo de deuda que se avale. Si lo que se pretende es resolver el problema de información asimétrica que padecen las nuevas emisiones de deuda de las entidades, parece lógico pensar que el aval debería limitarse a emisiones de deuda nueva a medio plazo. Sin embargo, esto no ha sido así en todos los casos. La Comisión ha aprobado esquemas que garantizaban deuda antigua o que cubrían la emisión de deuda subordinada, que computa como capital a efectos regulatorios⁶.

6. En Irlanda, el esquema de avales cubre deuda subordinada antigua, que computa como capital *Tier 2*. En el caso de Dinamarca, el esquema cubre la deuda senior no subordinada y sin garantías ya existente durante un periodo de dos años. Austria incluye también una cobertura durante 3 años para los prestatarios ya existentes.

Respecto a las posibles distorsiones a la competencia, debe evitarse tanto el trato discriminatorio entre entidades en el momento de conceder las ayudas, como la creación de una posición de ventaja de las entidades beneficiarias frente a las no beneficiarias en los mercados en los que compitan. Para ello, es clave determinar el precio «correcto» al que se conceden los avales. Por un lado, es necesario que las condiciones de fijación de precio sean objetivas para evitar el trato discriminatorio entre entidades. Por otro, el precio debe reflejar el riesgo real de la entidad sin incorporar un subsidio encubierto que pueda favorecer a las entidades de un país miembro en relación con el resto.

En la mayoría de los planes, la Comisión ha intentado reconciliar todos estos objetivos refiriendo el precio del aval al riesgo de la entidad percibido por el mercado en el periodo anterior a la quiebra de Lehman Brothers⁷. Este riesgo está medido por la cotización media de las permutas financieras por impago crediticio (o CDS, del inglés *Credit Default Swap*) entre enero de 2007 y agosto de 2008, aumentada en 50 puntos básicos. De este modo, ni se confía plenamente en la percepción del riesgo que tiene el mercado en la actualidad, ni se deja en manos de cada Estado la decisión del precio a fijar⁸. Al contrario, la Comisión ha decidido conservar la posición relativa de las entidades, en materia de riesgo, que percibía el mercado antes de la agudización de la crisis y reflejar el empeoramiento de las condiciones mediante una parte fija en el precio.

El hecho de que el esquema esté abierto a todas las entidades⁹ a un precio que sigue unos criterios objetivos, y relativamente homogéneos en todos los Estados miembros, minimiza el riesgo de distorsiones entre entidades beneficiarias y no beneficiarias. El único problema lo plantean aquellos países que han concedido avales de características no apropiadas. Sin embargo, en estos casos la Comisión ha introducido restricciones a la conducta de las entidades beneficiarias para evitar que utilicen esta ventaja para expandir sus actividades. Estas restricciones, que serán discutidas con más detalle en relación con las recapitalizaciones, pueden incluir límites al crecimiento del balance, a la publicidad de los avales, a la remuneración de los directivos o bien el mantenimiento de las ratios de solvencia.

7. El precio de los avales en Dinamarca, Irlanda y Francia no sigue esta norma, sino que cada entidad contribuirá a una parte del coste estimado del plan para el Estado.

8. Sin embargo, los Estados tienen aún cierto margen para influir en el precio final del aval. Así, por ejemplo, en el Reino Unido se ha fijado el periodo de referencia de los CDS entre julio de 2007 y julio de 2008. Otro ejemplo es el caso de España y Holanda, donde el precio del aval calculado según la regla anterior está limitado por un máximo en función del *rating* de la entidad. Este importe máximo representa una media de las cotizaciones de los CDS de las entidades con igual *rating* (AA o A) durante el mismo periodo de tiempo.

9. Para evitar el trato discriminatorio, la comunicación de la Comisión exige también que la concesión de avales siga criterios de elegibilidad objetivos y no discriminatorios, en especial frente a entidades filiales de otros Estados miembros.

5. Los esquemas de recapitalización preventiva

La idoneidad de las recapitalizaciones con recursos públicos es mucho más controvertida que la de los avales, puesto que es una medida que puede aplicarse tanto para solucionar problemas puntuales de necesidad de financiación como problemas más graves de solvencia. Un primer punto conflictivo es, por tanto, que es posible que este instrumento se utilice para ayudar a entidades en apuros evitando las más duras restricciones de las ayudas de rescate.

Dado que ya existe un instrumento, los avales, especialmente destinado a combatir las tensiones de liquidez en el mercado de deuda, cabe preguntarse qué puede llevar a las entidades solventes a necesitar financiarse mediante ampliaciones de capital. Una posible respuesta es la necesidad de las entidades de tener un colchón de capital por encima del necesario para cubrir los ratios de solvencia exigidos por los acuerdos de Basilea. En efecto, cuando no cumplir los requisitos de capital acarrea una penalización para las entidades y el mercado de capitales sufre de alguna imperfección –como, por ejemplo, el problema de información asimétrica comentado anteriormente–, resulta óptimo para las entidades tener un colchón que les permita absorber posibles pérdidas futuras sin riesgo de incumplir los requisitos de capital¹⁰. En el contexto presente, es posible que las entidades, incluso aquellas que no han incurrido en pérdidas, deseen aumentar este colchón al percibir un incremento en la penalización por capitalización inadecuada. La penalización puede venir por parte del supervisor, si éste endurece sus criterios de supervisión, o por parte de los mercados, que pueden valorar a la baja las acciones de la entidad o encarecer su financiación con deuda a largo plazo ante cualquier sospecha sobre el nivel de capitalización. En cualquier caso, y dado el elevado coste de ampliar capital en plena crisis, las entidades tienen dos vías para incrementar el colchón. Una posibilidad es reducir el nivel de crédito concedido por la entidad. Sin embargo, esta reducción va en contra de los objetivos de un gobierno que pretende combatir la recesión. La otra posibilidad es la venta de activos. En este caso, existe el riesgo de que un gran número de entidades decida vender al mismo tiempo y lleve los precios por debajo de su valor fundamental, cosa que podría generar problemas de solvencia donde no los había.

Así pues, es posible que el deseo de ciertas entidades de incrementar el colchón de capital genere ineficiencias: bien porque cause una contracción de la oferta de crédito que impida la realización de proyectos rentables, bien por las consecuencias sistémicas de una venta masiva de activos. En este sentido, las recapitalizaciones preventivas de entidades solventes pueden estar justificadas para contrarrestar estas ineficiencias al permitir a las entidades alcanzar su nivel de capital óptimo sin tener que realizar estos ajustes.

Sin embargo, las recapitalizaciones preventivas pueden generar distorsiones ciertamente importantes en la competencia. Empezando por las condiciones de acceso a las ayudas, determinar un nivel objetivo de remuneración del capital que el Estado debería exigir es muy complicado. Aunque la remuneración debería acercarse a la que exigiría un inver-

10. Para un modelo sobre el nivel de capital óptimo de los bancos que tiene en cuenta los acuerdos de Basilea y las imperfecciones en el mercado de capitales, véase Van den Heuvel (2007), «The Bank Capital Channel of Monetary Policy», The Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.

sor privado, también es cierto que el Estado internaliza los beneficios derivados de, por ejemplo, un mayor crédito disponible para el conjunto de la economía y, por tanto, podría aceptar una remuneración menor a cambio de esta posibilidad. La dificultad de valorar ambos factores en las presentes circunstancias ha generado cierta heterogeneidad en las remuneraciones exigidas hasta ahora por los distintos Estados miembros. En una Comunicación¹¹ reciente, la Comisión ha precisado que la retribución de los instrumentos híbridos de capital utilizados por los Estados debería situarse entre la exigida por el mercado para la deuda subordinada (alrededor de un 7%, en media) y la exigida para las acciones ordinarias (alrededor de un 9,3%, en media)¹². A su vez, ésta debería ser creciente en el tiempo para dar incentivos a las entidades a sustituir el capital público por capital privado tan pronto como sea posible.

En cuanto a juzgar la proporcionalidad de las recapitalizaciones preventivas para resolver las ineficiencias, ello conlleva determinar qué nivel de capital necesita cada entidad para no restringir el crédito a proyectos rentables. A diferencia del caso de los avales, en el que la decisión de cuánto emitir con aval venía dada fundamentalmente por el importe de los vencimientos a medio plazo, la demanda de capital público de las entidades no es exógena al diseño del plan. Ésta dependerá del precio al que el Estado esté dispuesto a inyectar capital. Como veremos, un precio demasiado bajo puede dar incentivos a las entidades a solicitar capital público «barato» por encima de lo socialmente óptimo. Frente a esto, la Comisión sólo menciona que verá con buenos ojos recapitalizaciones preventivas que incrementen la ratio de capital hasta en 200 puntos básicos. Este margen de capital disponible puede resultar excesivamente amplio para entidades que aún disponen de ratios relativamente elevadas.

Con todo, el grueso de las distorsiones a la competencia vendrá dado por la existencia de algún tipo de ventaja para las entidades con capital público, frente al resto de entidades, en cada uno de los mercados en los que compitan. Poseer capital público puede ser fuente de dos ventajas que, a su vez, condicionarán la competencia en mercados distintos. Por un lado, el capital público puede reducir el riesgo de la entidad percibido por los inversores. Este hecho constituiría una ventaja para financiarse en el mercado de deuda a largo plazo. Por otro lado, el disponer de acceso a capital abundante y en mejores condiciones que los rivales permite seguir estrategias agresivas de captación de clientes. Las distorsiones a la competencia aparecerán, en este caso, en los mercados minoristas y en el de banca corporativa.

11. Comunicación de la Comisión Europea 2009/C 10/03, «La recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de las ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos de la competencia».

12. La Comisión opina también que la remuneración exigida debería aumentar con el riesgo de la entidad, además de depender del tipo de instrumento elegido.

TABLA 5.1 Esquemas de recapitalización aprobados por la Comisión Europea

	RATIO DE CAPITAL «PREFERIDA»	INSTRUMENTO	REMUNERACIÓN EXIGIDA POR EL ESTADO	LIMITACIONES IMPUESTAS
Grecia	Tier 1: 8%-10%	Acciones preferentes	10%	<ul style="list-style-type: none"> – 1 consejero – Límite al crecimiento del balance – Plan reestructuración – Límite a la retribución de directivos – Prohibición reparto de dividendos mientras se beneficie de capital público
Reino Unido (*)	Tier 1: 8% Core T1: 4%	Acciones preferentes	12%	<ul style="list-style-type: none"> – Límite a la retribución de directivos – Para entidades con problemas: <ul style="list-style-type: none"> • Límite al crecimiento del balance • Plan de reestructuración
Alemania (*)	Tier 1: 10%	Acciones preferentes	<ul style="list-style-type: none"> – Entre 7% y 9,3% el 1.º año para entidades solventes en función del instrumento y el riesgo – Mín. 10% el 1.º año para entidades con problemas – Creciente en el tiempo 	<ul style="list-style-type: none"> – Límite al crecimiento del balance – Requerimientos sobre ratio de solvencia – Límite a la retribución de directivos – Para entidades con problemas: <ul style="list-style-type: none"> • Plan de reestructuración
Francia (*)	Tier 1: 8,5%-9%	Deuda subordinada	<ul style="list-style-type: none"> – En función del riesgo de la entidad – 8% de media 	<ul style="list-style-type: none"> – Obligaciones sobre crecimiento del crédito – Límite a la retribución de directivos
Italia (*)	Tier 1: 8%	Deuda subordinada	<ul style="list-style-type: none"> – Entre el 7,5%-8,5% el 1.º año – Creciente en el tiempo 	<ul style="list-style-type: none"> – Sobre los dividendos, la retribución y otras restricciones de conducta
Dinamarca (*)	Tier 1: 12%	Capital híbrido Tier 1	<ul style="list-style-type: none"> – Entre 9%-12% en función del riesgo de la entidad 	<ul style="list-style-type: none"> – Límite a la retribución de directivos – Prohibición reparto de dividendos hasta 2010 – Obligaciones sobre crecimiento del crédito – Para entidades con problemas: <ul style="list-style-type: none"> • Plan de reestructuración

NOTA: (*) Informe de la Comisión en estado confidencial.

FUENTES: Comisión Europea, ministerios de finanzas, Bloomberg y elaboración propia.

5.1. Distorsiones en el mercado de deuda a largo plazo

La crisis financiera ha tenido serias consecuencias sobre los mercados de deuda. Por un lado, ha exacerbado los problemas de información asimétrica, de manera que cualquier señal sobre el riesgo de una entidad tiene un gran impacto sobre el precio de sus emisiones. Por otro, las pérdidas masivas han contraído la demanda de deuda bancaria. En este contexto, cualquier señal que se perciba como una disminución del riesgo puede traducirse en

unos costes de financiación mucho menores que los de los rivales. Así pues, la competencia en estos mercados puede estar distorsionada si las distintas inyecciones de capital público en los bancos han alterado la percepción del riesgo de las entidades. Existen varias razones por las que esto puede haber sucedido. En primer lugar, en la medida en que las entidades beneficiarias gocen de mayor capital que otras para absorber pérdidas tras la inyección pública, cualquier emisión de deuda de las primeras será percibida como de menor riesgo. Es posible, además, que la inyección de capital público señale un cierto compromiso del Estado a mantener la entidad a flote ante cualquier eventualidad futura. Este compromiso contribuiría a reducir aún más el riesgo percibido por el mercado. Finalmente, las ratios de capital que muchos Estados han mencionado explícitamente como «preferidas» para sus entidades bancarias, y que son notablemente superiores a las exigidas por los acuerdos de Basilea, pueden ser interpretadas por los mercados como un nuevo mínimo regulatorio *de facto* aplicable a todas las entidades. La consecuencia inmediata es que el colchón de capital de las entidades no beneficiarias de la ayuda se reduce, empujándolas a ampliar el capital (en condiciones cada vez más costosas). En el caso extremo, las entidades con una ratio de capital adecuada según los acuerdos de Basilea pero alejada de la «preferida» por los Estados pueden ser percibidas por los mercados como entidades con problemas de solvencia, encareciendo su deuda a largo plazo.

Así pues, es posible que las recapitalizaciones preventivas que se han realizado en otros países hayan puesto a las entidades bancarias españolas en situación de desventaja, alterando el coste de su financiación en los mercados de deuda. Cuantificar esta desventaja es ciertamente complicado pues, incluso en circunstancias normales, el riesgo de una entidad se ve determinado por numerosos parámetros –tales como el riesgo país o el riesgo de los mercados en los que opera– que deberían ser controlados para aislar el efecto de la entrada de capital público. Sin embargo, es posible obtener alguna indicación acerca de la existencia de una alteración del riesgo relativo entre entidades beneficiarias y no beneficiarias analizando el caso de las recapitalizaciones preventivas en el Reino Unido, dada la naturaleza de las medidas tomadas y la diversa reacción de las entidades.

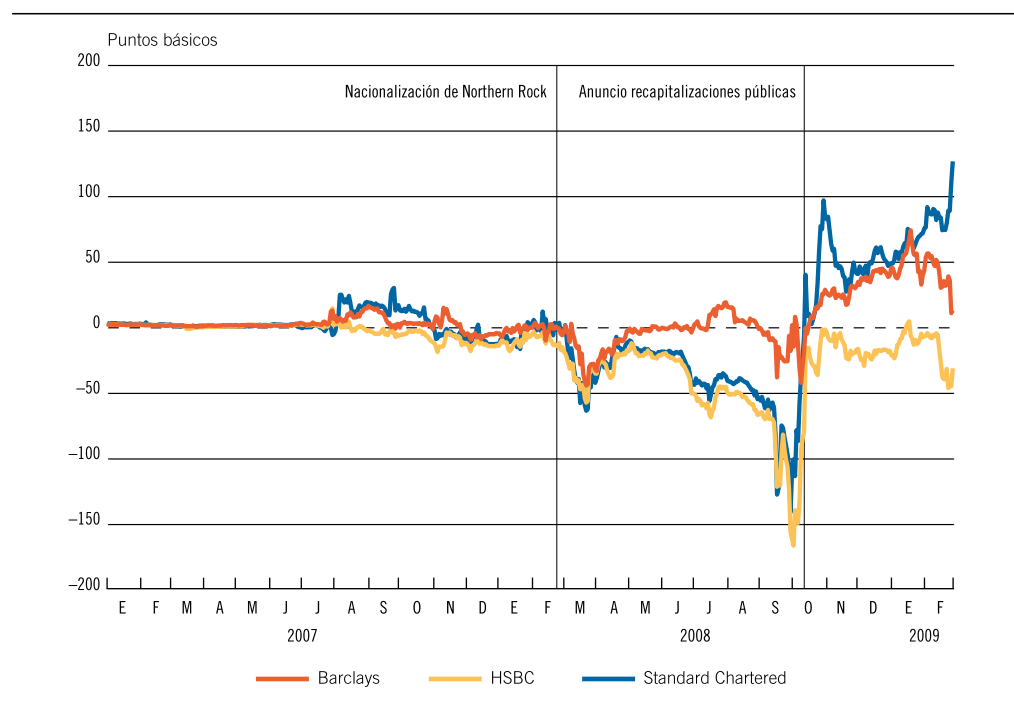
En el Reino Unido, el plan de recapitalizaciones preventivas va de la mano del esquema de avales públicos. El gobierno estableció, como criterio de elegibilidad para participar en el esquema de avales, que las entidades debían poseer una ratio de capital *Tier 1* adecuada a ojos del gobierno. En concreto, el supervisor británico indicó que vería como adecuada una ratio de capital *Tier 1* del 8% y una de *core capital*¹³ del 4%. Las entidades que desearan utilizar el esquema de avales y no cumplieran estas ratios podían acogerse al plan de recapitalización del gobierno o bien intentar ampliar capital por su cuenta. De entre las mayores entidades del país, Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds TSB y HBOS solicitaron la recapitalización pública; Abbey y HSBC inyectaron fondos propios desde sus matrices; mientras que Barclays y Standard Chartered acudieron al mercado para ampliar capital. El análisis de la evolución de los CDS de estas entidades supone una primera aproximación a los cambios en el riesgo relativo debidos a la distinta naturaleza (pública o privada) de las recapitalizaciones.

13. Según la definición de *core capital* de la FSA.

TABLA 5.2 Condiciones de las recapitalizaciones preventivas de los bancos británicos

		ACCIONES PREFERENTES	ACCIONES ORDINARIAS	INCREMENTO EN EL CAPITAL (MILLONES DE £)
		CUPÓN ANUAL	DESCUENTO PARA NUEVO INVERSOR	
Mediante capital público	Royal Bank of Scotland	12%	8,5%	20.000
	Lloyds TSB	12%	8,5%	5.500
	HBOS	12%	8,5%	11.500
Mediante capital privado	Barclays	14%	22,5%	6.500
	Standard Chartered	–	48,7%	1.779

FUENTES: UK Treasury, entidades y elaboración propia.

GRÁFICO 5.1 Diferencial entre el CDS a 5 años de las entidades no beneficiarias y el CDS sintético de las entidades con capital público

FUENTES: Datastream y elaboración propia.

El gráfico 5.1 muestra la evolución de los CDS de las entidades que no recibieron capital público respecto a una media ponderada de los CDS de las entidades que sí lo recibieron (RBS, Lloyds y HBOS). Hasta agosto de 2007, momento en el que se inicia la crisis financiera, no se percibían diferencias en el riesgo de las distintas entidades. Las diferencias se van haciendo aparentes a partir de entonces y, en especial, tras la nacionalización del banco británico Northern Rock. El gráfico muestra cómo, conforme avanza la crisis, HSBC, Standard Chartered y, en menor medida, Barclays son percibidas como entidades con menor riesgo que las que posteriormente recibirían capital público. Sin embargo, esta percepción

relativa del riesgo se invierte justo después de anunciar el gobierno británico la recapitalización pública en octubre de 2008 y ello a pesar de la inyección de fondos privados que realizaron las tres entidades en esas fechas.

Este análisis muestra, pese a su sencillez, cómo la naturaleza pública o privada de las recapitalizaciones afecta de manera distinta a la percepción del riesgo de una entidad. De este modo, Barclays, HSBC y Standard Chartered han visto cómo su coste de financiación se ha encarecido relativamente al de sus rivales tras la recapitalización pública. Creemos que se puede argumentar que el efecto sobre el riesgo de estas tres entidades es representativo del efecto sobre el riesgo de otras entidades sin capital público (independientemente de su país de origen). En este caso, el gráfico mostraría cómo las acciones de un país pueden poner en desventaja a las entidades de otro Estado miembro y generar externalidades negativas que se reflejarán en un mayor coste de acceso a la financiación a largo plazo. Las consecuencias para el segundo Estado miembro serán un mayor coste de los servicios bancarios y una mayor contracción del crédito. Esto puede llevar a los Estados a entrar en una recapitalización competitiva de sus entidades, a fin de evitar esta externalidad. Éste sería el caso de la recapitalización de las entidades francesas, que pese a gozar de mejor salud y no mostrar signos de restricción de crédito, aceptaron una inyección de capital público para conseguir ratios de capital *Tier 1* de entre el 8,5% y el 9%, similares a las británicas.

5.2. Distorsiones en los mercados de banca minorista y banca corporativa

El negocio bancario a nivel minorista presenta dos características que influyen notablemente en el tipo de estrategias que utilizan las entidades para competir. Por un lado, su carácter relacional hace que los clientes incurran en costes de cambio cuando desean operar con una entidad distinta a la habitual –la nueva entidad no dispone de información acerca de ellos y, por tanto, se enfrenta a un problema de selección adversa análogo al discutido anteriormente–. Esto tiene como consecuencia una cierta inercia del consumidor a seguir operando a través de su entidad una vez ha optado por una. Por otro lado, las entidades gozan de economías de alcance en la distribución de productos financieros, de modo que obtienen ventajas de coste en un producto concreto gracias a las ventas cruzadas. Ambas características justifican el uso, a corto plazo, de estrategias agresivas de captación de clientes que sólo resultan rentables a largo plazo gracias a la capacidad de retenerlos. Teniendo en cuenta que el crédito es uno de los productos que más se utilizan para captar clientes, el hecho de contar con capital público proporciona una clara ventaja competitiva. Por un lado, las entidades que han recibido capital público disponen del colchón necesario para seguir concediendo crédito y para hacerlo en mejores condiciones, puesto que el capital público está disponible y es más «barato» que el privado. Por otro lado, si el Estado fuerza a estas entidades a conceder crédito por razones de eficiencia, los clientes que así se consigan pueden conservarse gracias a los costes de cambio una vez el Estado retire su participación.

En un principio, estos posibles efectos anticompetitivos sobre el mercado minorista fueron reconocidos por la Comisión en su Comunicación Bancaria, que exigía restricciones al comportamiento de las empresas beneficiarias para autorizar tanto los esquemas de avales como los de recapitalizaciones. Así, impuso un límite al crecimiento del balance de las entidades beneficiarias que pretendía evitar un crecimiento del crédito por encima de lo necesario para reactivar la economía –y que implicaría que se estaría restando cuota

de mercado a las entidades sin capital público—. Sin embargo, en la nueva comunicación sobre recapitalizaciones, la Comisión ha dado marcha atrás y ha eliminado los límites al crecimiento de los balances para las entidades solventes. Éstos han sido sustituidos por «salvaguardias nacionales aplicables y efectivas» que garanticen la concesión de crédito a la economía real.

La Comisión parece confiar en el precio del capital público y los requerimientos de crédito para asegurar que las inyecciones de capital se utilizan con los fines deseados y no para financiar una expansión comercial agresiva. Sin embargo, si el precio es demasiado bajo, existe el riesgo de dar incentivos a las entidades a solicitar capital público «barato» por encima de lo socialmente óptimo. Es más, aunque una expansión agresiva en el mercado minorista doméstico puede no resultar rentable si todas las entidades tienen acceso al capital público, sí puede ser interesante expandir las filiales que operen en mercados geográficos en los que el Estado no tenga un esquema de este tipo. Otra posibilidad es la de competir más agresivamente en mercados de un ámbito mayor que el nacional, como sería el de la banca corporativa —entendido como el de la prestación de servicios de intermediación financiera tradicionales a grandes empresas—.

Desde el punto de vista español, las distorsiones del mercado de banca minorista local pueden ser relativamente pequeñas, pues no existen muchas filiales de entidades beneficiarias de capital público y que tengan una presencia significativa en el mercado (con la excepción de ING). Sin embargo, la desventaja para las entidades españolas puede manifestarse en el mercado de banca corporativa, en el que los principales rivales son otras entidades europeas. En este caso, la desventaja frente a otras entidades con capital público es doble: el precio al que éstas pueden ofrecer crédito está influenciado no sólo por el colchón de capital barato del que disponen, sino también por su menor coste de financiación a largo plazo.

6. Conclusiones

En el contexto actual de incertidumbre extrema, existen poderosas razones de eficiencia que pueden justificar el recurso a planes de avales públicos y recapitalizaciones preventivas de entidades solventes.

Los esquemas de avales públicos permiten contrarrestar los graves problemas de información asimétrica entre las entidades financieras y sus acreedores, de manera que se restablece el acceso a la financiación a corto y medio plazo. Las recapitalizaciones preventivas de entidades solventes les permiten restablecer el colchón de capital deseado sin tener que recurrir a una contracción de la oferta de crédito, que impediría la realización de proyectos rentables, o a una venta masiva de activos que podría tener consecuencias sistémicas.

Sin embargo, las recapitalizaciones preventivas presentan serios problemas de competencia en los mercados de captación de deuda a largo plazo y los mercados finales de servicios financieros. Las medidas que la Comisión Europea ha establecido para contrarrestarlos parecen insuficientes.

En primer lugar, este tipo de ayudas públicas distorsiona el riesgo relativo entre entidades beneficiarias y no beneficiarias. Esto es así por el mayor margen para absorber pérdidas y por la señal que emite el Estado a los potenciales inversores de cierto compromiso a mantener la entidad a flote. La mención explícita de ratios de capital «preferidas» también añade presión suplementaria a las entidades no beneficiarias, puesto que éstas pueden ser interpretadas por los mercados como un nuevo mínimo regulatorio *de facto* aplicable a todas las entidades. Esta alteración del riesgo relativo distorsiona la competencia en los mercados de deuda a largo plazo y encarece la financiación de las entidades sin capital público. Dado el alcance global de estos mercados, este tipo de ayudas públicas tienen la consecuencia adicional de incitar a los Estados a entrar en una carrera de recapitalizaciones competitivas.

En segundo lugar, el hecho de tener acceso a una fuente de capital abundante y relativamente barata supone una ventaja para competir en los mercados finales de servicios financieros, ya que otorga una mayor capacidad de implantar estrategias competitivas agresivas que sólo son rentables a largo plazo. En este caso, las mayores distorsiones se presentan en aquellos mercados minoristas con presencia significativa de entidades recapitalizadas con dinero público y en otros mercados de alcance europeo, como el de la banca corporativa. Finalmente, este tipo de ayudas ponen freno a una mayor integración del mercado europeo. Esto es debido a que la entrada del Estado en el accionariado de las entidades puede haber sustituido la entrada de entidades privadas de otro Estado miembro que dispusieran del capital necesario.

Por otro lado, los actuales esquemas de recapitalización no parecen ser la manera más eficiente para restaurar el flujo del crédito, puesto que no sirven para eliminar la elevada incertidumbre existente entre las entidades, tanto acerca de los riesgos ajenos como de los propios.

Parece lógico pensar que la mejor solución pasa por eliminar esta incertidumbre cuanto antes. Los actuales esquemas de recapitalización no sirven para esto. En cambio, los seguros sobre activos tóxicos podrían ser un paso en esta dirección. El problema de estos seguros es que exigirían salvaguardias de mayor calado y una supervisión estricta y creíble por parte de la Comisión para compensar la parte significativa de ayudas públicas que es de esperar que contengan. La capacidad de la Comisión de sancionar a empresas individuales o Estados afectados por un problema particular es elevada. Sin embargo, en las presentes circunstancias en las que todos los Estados miembros están afectados por el mismo problema, el poder de negociación real de la Comisión parece ser mucho menor. Esto se refleja en la heterogeneidad de las medidas que ha aceptado y plantea dudas acerca de su capacidad de supervisar planes de ayuda que cada vez tienen un mayor impacto en la situación competitiva del sector.

Referencias

- Gropp, R. y F. Heider (2008). «The Determinants of Capital Structure: Some Evidence from Banks», *Zentrum fuer Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) - Center for European Economic Research*, vol. 8, n.º 15.
- Nys, E. (2008). «Service provision and loans: Price and risk implications», *Revue d'Économie Politique*, n.º 118.
- Van den Heuvel, S. J. (2007). «The Bank Capital Channel of Monetary Policy», The Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.

Servicio de Estudios de "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

www.laCaixa.es/estudios

Correo electrónico:
publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2008

Selección de indicadores
Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. La economía de Galicia: diagnóstico estratégico
2. La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico

■ CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. El tiempo que llega. Once miradas desde España José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino
2. El empleo a partir de los 55 años María Gutiérrez-Domènech
3. Offshoring y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals
4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández
6. El tiempo con los hijos y la actividad laboral de los padres María Gutiérrez-Domènech
7. La inversión extranjera directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta? Claudia Canals y Marta Noguer
8. Telecomunicaciones: ¿ante una nueva etapa de fusiones? Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
9. El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos Marta Noguer
10. Luces y sombras de la competitividad exterior de España Claudia Canals y Enric Fernández
11. ¿Cuánto cuesta ir al trabajo? El coste en tiempo y en dinero María Gutiérrez-Domènech

12. Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda Oriol Aspachs-Bracons

13. Ayudas públicas en el sector bancario: ¿rescate de unos, perjuicio de otros? Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals, Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual
5. Integrating regulated network markets in Europe Jordi Gual
6. Should the ECB target employment? Pau Rabanal

■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

02/2007. Trade Patterns, Trade Balances and Idiosyncratic Shocks C. Canals, X. Gabaix, J. Vilarrubia and D. E. Weinstein

03/2007. Non Tradable Goods and The Real Exchange Rate Pau Rabanal and Vicente Tuesta

04/2007. European Telecoms Regulation: Past Performance and Prospects Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell

01/2008. Offshoring and wage inequality in the UK, 1992-2004 Claudia Canals

02/2008. The Effects of Housing Prices and Monetary Policy in a Currency Union Oriol Aspachs and Pau Rabanal

03/2008. Cointegrated TFP Processes and International Business Cycles P. Rabanal, J. F. Rubio-Ramírez and V. Tuesta

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia María Gutiérrez-Domènech and Alicia Adsera

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix
University of Princeton
- Antonio Ciccone
ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Juan José Dolado
Universidad Carlos III
- Jordi Galí
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- Mauro F. Guillén
Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
Universitat Autònoma de Barcelona
- Víctor Pérez Díaz
Universidad Complutense
- Ginés de Rus
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
ESADE Business School
- Xavier Vives
IESE Business School y UPF

Dirección

- Jordi Gual
Subdirector General de "la Caixa"



Publicación impresa
en papel y cartulina
ecológicos

