

# Externalidades e ineficiencias originadas por la insuficiente coordinación internacional ante la crisis económica y financiera

**Autores:** *Carmen Domínguez Domech*<sup>1</sup>  
Dpto. de Economía Aplicada III  
Universidad Complutense de Madrid

*Juan Manuel Menéndez Blanco*<sup>2</sup>  
Dpto. de Economía Aplicada III  
Universidad Complutense de Madrid  
Miembro del Grupo UCM de Investigación, Creatividad e Innovación

## Resumen

El objetivo fundamental de este artículo es analizar las ineficiencias que han originado las distintas medidas adoptadas por los gobiernos para evitar la quiebra de los sistemas financieros y atenuar los efectos de la crisis financiera en la economía real.

---

<sup>1</sup> cdominguez@iberdrola.es

<sup>2</sup> jmmenend@ccee.ucm.es

Para ello, se revisan los distintos planes de ayuda al sector financiero y de estímulo de la economía aplicados en Estados Unidos y la Unión Europea con un enfoque crítico de la escasa coordinación internacional.

*Palabras clave:* crisis económica y financiera, externalidades, ineficiencias, planes de ayuda al sector financiero, política económica.

*Externalities and inefficiencies caused by inadequate international coordination against the financial and economic crisis*

## Abstract

The main objective of this paper is to analyze the inefficiencies that have led the several measures taken by governments to prevent financial systems bankruptcy and mitigate the effects of the financial crisis on the real economy. We review from a critical view of the limited international coordination the different support schemes applied for the financial sector and stimulate the economy in the United States and the European Union.

*Key words:* economic and financial crisis, spillovers, inefficiencies, support schemes for the financial sector, economic policy.

Recibido: 30-04-2013

Aceptado: 10-06-2013

---

## 1. INTRODUCCIÓN

La magnitud de la crisis financiera ha exigido de los gobiernos la adopción de medidas mayoritariamente coyunturales orientadas en el corto plazo a evitar la quiebra de las instituciones financieras, generando externalidades e ineficiencias de varios tipos: de origen, de elección, normativas y competitivas.

Este conjunto de externalidades e ineficiencias- aplicadas al contexto actual- no ha tenido un tratamiento significativo en la literatura académica y científica por lo que se ha considerado novedoso su análisis, dado que son una de las consecuencias principales de las distintas actuaciones descoordinadas por parte de los gobiernos<sup>3</sup>. La

---

<sup>3</sup> En la revisión de la literatura científica sobre el tema objeto de estudio no se ha encontrado un tratamiento y categorización de las ineficiencias financieras como el que se expone en este artículo.

naturaleza global de esta crisis y la creciente interrelación transfronteriza de mercados y entidades requieren una estrecha cooperación internacional de los gobiernos, los reguladores, las autoridades supervisoras y los bancos centrales.

Desde el inicio de las turbulencias financieras, las autoridades económicas europeas trataron de establecer un marco de respuesta conjunta y coordinada con otras iniciativas internacionales, particularmente con las recomendaciones del *Financial Stability Forum* (FSF). El plan de trabajo quedó recogido en la hoja de ruta que el Consejo ECOFIN aprobó en octubre de 2007, cuyos objetivos consistían en mejorar el funcionamiento de los mercados (incluyendo la actuación de las agencias de calificación), incrementar la transparencia, mejorar la valoración de activos y reforzar la supervisión, la gestión de riesgos y la cooperación entre supervisores.

Sin embargo, el agravamiento de la crisis financiera global requirió una actuación decidida de los gobiernos, anunciándose medidas no coordinadas, país por país. La cumbre de los países europeos del G 8 -el 4 de octubre- y la posterior declaración conjunta de los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE recogieron inicialmente el compromiso político de actuar coordinada y decididamente para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Posteriormente -el 7 de octubre- los ministros de economía y finanzas de la UE acordaron tomar todas las acciones necesarias para restablecer la confianza y el funcionamiento adecuado de los mercados<sup>4</sup>.

Tras este compromiso, el 12 de octubre los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro aprobaron un plan de acción concertado: mientras que el BCE apoyaba con sus medidas las condiciones de liquidez a muy corto plazo, el plan de los gobiernos pretendía facilitar la financiación a medio plazo y restaurar los ratios de capital de las entidades para que sigan realizando su labor de intermediación en la economía.

En primer lugar, para que los mercados de crédito volvieran a funcionar con normalidad y los bancos se puedan financiar a medio plazo, los gobiernos de la Unión Económica y Monetaria contemplaron sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda *senior* (con plazo hasta cinco años). Además, algunos países, como Francia y Austria, ofrecieron préstamos garantizados a su sistema bancario, mientras que otros -como España e Italia- consideraron la compra o canje de activos de baja calidad que permitieran la refinanciación de las entidades.

El plan también pretendía facilitar que las entidades restaurasen sus ratios de capital. Para ello, varios gobiernos anunciaron inyecciones de capital a entidades solventes y, en caso necesario, inyecciones de emergencia para evitar el posible riesgo sistémico<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Se decidió elevar la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta 50.000 euros y se establecieron unos principios comunes sobre los que deberían centrarse las iniciativas nacionales: protección de los intereses de los contribuyentes, responsabilidad de accionistas y directivos, y respeto de las reglas del mercado único y de la competencia.

<sup>5</sup> Todas estas actuaciones deberían cumplir unos requisitos, como por ejemplo tener un carácter temporal y realizarse en condiciones de mercado, entre otros.

En definitiva, se aplicaron medidas dirigidas a restaurar la confianza y reducir las presiones de liquidez en el corto plazo y de financiación en el medio plazo, contribuyendo a que el sistema bancario pudiera seguir canalizando de forma eficiente los recursos de los ahorradores hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación y, por tanto, reduciendo el impacto de las tensiones financieras sobre el crecimiento económico.

Por su parte, en Estados Unidos, el Presidente Obama logró que fuera aprobado su plan de medidas de apoyo a la economía<sup>6</sup>, centrándose más en medidas que trataban de estimular la economía real mediante fuertes inversiones en infraestructuras -que consumieron la mayor parte del presupuesto- y recortes de impuestos a los ciudadanos y las empresas<sup>7</sup>.

Con posterioridad, la Reserva Federal comenzaría sus operaciones de “*Quantitative Easing*”<sup>8</sup>: se trata de un tipo de operación incluida entre las medidas no convencionales de actuación de política monetaria consistente en una expansión monetaria que, por lo general, destina los nuevos fondos creados a la compra de bonos del propio gobierno central y cuyo objetivo es estabilizar o aumentar los precios y, con ello, reducir las tasas de interés a largo plazo.

También se aplicó la denominada “Operación *Twist*” por importe de 400 billones de dólares USA, consistente en cambiar los títulos de deuda inferior a tres años por activos a 6 y 30 años, operación que la Reserva Federal no llevaba a cabo desde hace más de 30 años. El objetivo era rebajar la rentabilidad de la deuda estadounidense y animar a los inversores a destinar su dinero a empresas y otros activos más rentables.

En el cuadro nº 1 se resumen las medidas adoptadas por Estados Unidos desde el comienzo de la crisis financiera hasta 2012<sup>9</sup>.

En el siguiente punto se analizan, agrupadas en siete categorías, las distintas medidas aplicadas en Europa y Estados Unidos para, posteriormente, reflexionar sobre las externalidades e ineficiencias originadas por las soluciones aplicadas y la escasa coordinación internacional<sup>10</sup>.

---

<sup>6</sup> En febrero de 2009, el Senado y la Cámara de los Representantes acordaron que el plan definitivo de la Administración Obama contra la crisis estuviera dotado con 789.000 millones de dólares, unos 40.000 millones menos de lo previsto en un principio.

<sup>7</sup> El plan preveía la creación de 3,5 millones de empleos y destinaba más de una tercera parte de los fondos a reducciones de impuestos para la clase media. Se dedicaría el 35% del presupuesto del plan (unos 275.000 millones de dólares) a asumir las reducciones fiscales. Otros 150.000 millones serán destinados a inversiones en infraestructuras.

<sup>8</sup> Cuatro hasta 2013 por un importe total de 4.390 billones de dólares.

<sup>9</sup> Durante el periodo 2008-2012, los estímulos supusieron 7.663 billones de dólares (el 49% del PIB norteamericano de 2011).

<sup>10</sup> En Europa las medidas aplicadas por los distintos gobiernos han abarcado desde nacionalizaciones parciales a la extensión de los seguros para los depósitos bancarios: cada país ha realizado su análisis por separado impulsando medidas diferentes.

**Cuadro 1. Medidas de estímulo de la economía en EE UU, 2008-2012**

Estímulos Monetarios y Fiscales 2008-2012	Billones \$ USA
Bear Sterns	29
Economic Stimulus checks	178
Bush home owners bailout	300
Automakers bailout	25
Fannie Mae and Freddie Mac bailout	400
AIG Bailout	42
Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (TARP)	700
American Recovery and Reinvestment Act of 2009	787
Obama Home Ownners Bailout	275
Small Business Loans	15
Automakers bailout	22
Quantitative Easing I	1.750
Quantitative Easing II	600
Operation Twist	400
Extending Payroll Tax Cut	100
Quatitative Easing III	960
Quantitative Easing IV	1.080
Estímulos totales	7.663

Fuente: Outllok KKR's Henry McVey.( 2013 )  
<http://www.kkr.com/company/insights/global-macro-trends-14>

## **2. MEDIDAS DE ESTÍMULO DE LA ECONOMÍA Y PLANES DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO APLICADOS EN EE. UU. Y EN LA UE**

El rápido deterioro, desde el 2008, de la coyuntura macro y microeconómica provocó una reacción de los gobiernos a nivel mundial, con el anuncio de múltiples medidas para paliar los efectos de la crisis financiera e incipiente recesión: inyecciones de liquidez, recapitalizaciones de bancos, medidas de apoyo específicas para determinados sectores, garantías gubernamentales en emisiones de deuda, compra de activos tóxicos, rebajas fiscales, y otras.

A éstas se unieron las medidas adoptadas por los principales bancos centrales, con sucesivas rebajas de los tipos de interés oficiales al dejar de ser la inflación un problema debido a la crisis de consumo y demanda en la economía real, y ante la amenaza de la deflación.

La magnitud de la crisis obligó a los gobiernos de los distintos países a actuar rápidamente para evitar la quiebra del sistema financiero y responder al deterioro acelerado de la economía real. Las medidas adoptadas consistieron, principalmente, en:

1. Inyecciones de liquidez.
2. Recapitalizaciones de bancos.
3. Garantías gubernamentales en emisiones de deuda.
4. Medidas de apoyo específicas para determinados sectores.
5. Compra de activos tóxicos.
6. Reducciones impositivas.
7. Inversión en infraestructuras.

La falta de un diagnóstico en profundidad de la situación ha conducido a que las medidas se hayan ido quedando sistemáticamente insuficientes, asistiéndose de una forma continua a nuevos planes de los gobiernos destinados a ayudar o rescatar al sistema financiero. Los distintos planes de los gobiernos y su situación de garantes o avalistas últimos han determinado la absorción y creación de nueva deuda estatal, derivando en la actual crisis de deuda soberana y el cuestionamiento del papel de los estados en la economía.

A continuación se analizan cada uno de estos tipos de medidas y los efectos que están ocasionando.

### 2.1. Inyecciones de liquidez

Un primer conjunto de medidas ha estado orientado a inyectar liquidez en determinadas entidades financieras, mientras otras se han dejado quebrar. Las entidades financieras están utilizando, en gran medida, las inyecciones de liquidez para recapitalizarse y cubrir los vencimientos de deuda inmediatos que tienen sin que llegue el crédito a la economía real.

Esto genera controversia pues las entidades con graves dificultades para cumplir con la normativa internacional de solvencia y liquidez dejaron de cumplir su actividad esencial de intermediarios y creadores de mercado en el sistema financiero, generando ineficiencias en la política financiera al dedicarse, en buena parte, a gestionar las ayudas recibidas para mejorar sus balances.

A la vez, las entidades financieras son las que compran la deuda que emiten los estados para financiar las inyecciones de liquidez a los propios bancos, generándose un efecto circular y de expulsión del sector privado, que ve dificultado así su acceso a financiación<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Los bancos, además, hacen negocio tomando prestado a tipos mínimos dinero del banco central e invirtiendo en deuda que emiten los estados que, a excepción de aquellos que aún mantienen la máxima calificación crediticia, genera rentabilidades muy superiores, por lo que ven reducido su incentivo a prestar o financiar proyectos de la economía real.

De esta forma, las inyecciones de liquidez si bien se han justificado por la necesidad de evitar la quiebra de determinadas instituciones financieras y, con ello, las consecuencias que podría tener sobre el sistema financiero mundial, se trata de una medida paliativa que no aborda el problema en profundidad y que podría crear incentivos perjudiciales a largo plazo.

Estas inyecciones de liquidez, financiadas con deuda de los estados, aumentan el riesgo de los éstos y su probabilidad de quiebra o insolvencia, encareciendo el coste de financiación tanto del sector público como del sector privado<sup>12</sup>.

## 2.2. Recapitalizaciones de bancos

En paralelo a las inyecciones de liquidez efectuadas por los gobiernos en determinadas entidades financieras, esta medida ha permitido al estado entrar a formar parte del capital de determinados bancos a los que se ha ayudado. De esta forma se pretende un mayor control directo de las entidades que han precisado ayuda estatal.

La entrada de representantes del gobierno en los Consejos de las entidades financieras es una medida menos drástica que la intervención completa de la entidad. Un argumento adicional a su favor es que de esta forma se pueden establecer limitaciones a los mecanismos de retribución de los gestores de las entidades<sup>13</sup>.

Aunque la menor asunción de riesgos derive en menores rentabilidades es razonable establecer sistemas retributivos en función de objetivos de las entidades a más largo plazo. Ya en el 2008 el FMI aconsejó a los bancos vincular la remuneración de los directivos a objetivos a largo plazo<sup>14</sup>.

Otra característica de las recapitalizaciones bancarias es su temporalidad: en el Reino Unido, por ejemplo, Gordon Brown, al inicio de la crisis en 2008, afirmó que esta ayuda de fondos no supondrá que el gobierno será un inversor permanente en los bancos; en España, en las entidades en que ha intervenido el FROB también existen unos plazos de devolución de los fondos aportados destinados a una eventual salida de capital público de esas entidades.

<sup>12</sup> No obstante, debe valorarse si el efecto de dejar caer a esas entidades receptoras de liquidez, sobre todo si son consideradas de carácter sistémico, podría ser mayor que el del aumento de riesgo que se refleja en la calificación de la deuda soberana y la prima de riesgo del país.

<sup>13</sup> Sistemas de incentivos basados en la evolución de la acción a corto plazo han inducido a los gestores de las entidades a tomar decisiones que pudieran beneficiar, también a corto plazo, el precio de la acción: se han avanzado al momento presente beneficios futuros, creando “dinero sobre dinero” sin una base real que lo respalde, y asumiendo apalancamientos máximos con el fin de generar los máximos beneficios posibles a corto plazo. Las entidades recapitalizadas están viendo cómo desde los gobiernos se pide a los directivos la renuncia a sus *bonus* y las autoridades quieren establecer retribuciones máximas.

<sup>14</sup> Desde entonces, en varios países se han tomado medidas para limitar la retribución de los directivos de entidades intervenidas, así como las indemnizaciones y retribuciones especiales tras su cese. Incluso se ha comenzado a exigir responsabilidades por las decisiones adoptadas y directivos de diversas entidades financieras han sido imputados en diversos procesos legales.

En países como España que no recapitalizaron sus bancos al inicio de la crisis, en el 2012 se han producido las mayores inyecciones de liquidez: en el caso Bankia, tras agrupar los riesgos de las diversas entidades financieras que la conformaron no sólo no se mitigaron sino que se aumentaron; y en virtud del “*too big to fail*”<sup>15</sup> generaron el mayor nivel de recapitalización.

### 2.3. Garantías gubernamentales en las emisiones de deuda

Ante el deterioro de la calidad crediticia de los bancos -y la subida de los *spreads* de crédito- una de las medidas aplicadas por los gobiernos para ayudar a la banca ha sido ofrecer garantía estatal a las emisiones bancarias, de forma que los bancos puedan financiarse a un coste menor. Esta es una medida conocida y aplicada en el pasado que, al provocar el efecto expulsión, afecta negativamente a otros sectores productivos.

Ante la escasez de recursos en el sistema financiero y la aversión al riesgo que se produce en un momento de crisis financiera, los inversores prefieren orientar sus fondos hacia las emisiones en teoría con mayores garantías: las bancarias con garantía estatal o bien a las propias emisiones estatales. Esto genera que empresas de otros sectores productivos tengan que pagar elevados *spreads* para colocar su deuda y poder financiarse.

La medida ayuda directamente al sector bancario y, por tanto, puede ser eficaz, pero dada la coexistencia de crisis financiera y real provoca efectos indeseables para los sectores productivos creadores de empleo, que pueden verse expulsados de los canales de financiación.

Sin embargo, una vez que la crisis financiera deriva en una crisis de deuda de los estados, la garantía gubernamental pierde valor ya que el riesgo de los estados, medido tanto por su calificación crediticia como por su prima de riesgo, ha aumentado, generándose dificultades para colocar su deuda y financiarse y, en consecuencia, también en las entidades que pretendían colocar deuda con garantía estatal.

### 2.4. Medidas de apoyo específicas para determinados sectores

Cuando la crisis afecta, además de al sistema financiero, a la economía real exige articular medidas de apoyo para determinados sectores productivos más generadores de empleo.

Como se ha señalado, medidas como las garantías gubernamentales a las emisiones de deuda bancaria pueden generar el efecto expulsión de otros sectores productivos,

---

<sup>15</sup> Frase popularizada por Andrew Ross Sorkin, en su libro *Too big to fail: inside the battle to save Wall Street* sobre el inicio de la crisis financiera mundial en 2008. Refleja la concepción de que entidades financieras de gran tamaño, por su carácter sistémico, serían demasiado grandes para quebrar y, por lo tanto, deberían ser rescatadas, dado que las consecuencias de su caída se dejarían notar en el sistema financiero mundial.

limitando su acceso a los recursos financieros al no poder competir con la garantía estatal. Por otra parte, el hecho de que haya una crisis de la economía real hace que sea necesario tomar medidas de apoyo a los sectores productivos más generadores de empleo: industria, construcción, automóvil, etc.

Muchos de estos sectores siguen solicitando actualmente ayudas gubernamentales para poder sobrevivir y evitar despidos masivos. El aspecto problemático de todo ello es la existencia de una crisis de demanda generalizada en la economía que hace necesarios ajustes para adaptar la producción a la demanda real<sup>16</sup>.

Por otra parte, la urgencia de respuestas que generó la crisis hizo que determinados gobiernos aplicaran al inicialmente medidas de apoyo rápidas para determinados sectores (como a la industria del automóvil en el caso de Alemania) sin que se hubiera realizado previamente un análisis exhaustivo del modelo productivo que cada país debe tener en el futuro, conforme al ajuste que se está produciendo en la demanda<sup>17</sup>.

Además, una vez instaurada la actual crisis de deuda de los estados -que exige un exhaustivo control del déficit público- la capacidad de éstos para tomar este tipo de medidas se ve muy limitada. Por esta circunstancia, los estados pueden verse tentados a elevar impuestos -como recientemente en el caso de España- y en países muy preocupados por el crecimiento -como Estados Unidos- ha llevado a la paradoja fiscal y a una reflexión al máximo nivel<sup>18</sup>.

## 2.5. Compra de activos tóxicos

Otra de las medidas aplicadas es la compra de activos tóxicos a las entidades financieras para eliminar de su balance los riesgos que cuestionan su solvencia. Esta compra es asumida por entidades gubernamentales y se caracteriza por tener el objetivo de eliminar de raíz los activos que están en la base de la crisis<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Estos ajustes requieren una mayor flexibilidad en el mercado de trabajo; de hecho, en economías como la estadounidense, estos ajustes se hacen de forma rápida en contraposición a los mercados de trabajo más rígidos existentes en la UE y, en particular, en España.

<sup>17</sup> Vuelven a plantearse, como es habitual, los conflictos entre los problemas y soluciones de corto plazo y los de una dimensión temporal mayor; dilemas, por otro lado, clásicos en la teoría y práctica de la política económica.

<sup>18</sup> La renta disponible de los hogares se ve limitada, lo que disminuye el efecto de cualquier medida de estímulo a sectores afectados.

<sup>19</sup> Recuérdesse brevemente el punto de partida: con los bajos tipos de interés vigentes en los mercados durante años y con unas entidades de crédito a las que su negocio se les hacía más pequeño por margen y debían aumentarlo por volumen, la única manera de ampliarlo era otorgar préstamos a personas de un perfil de riesgo mayor, o a los que otras entidades rechazaran para poder cobrarles un *spread* de interés mayor, o bien aumentar el número de operaciones a través de la titulización, creando dinero basado en dinero sin respaldo de ningún bien. En este contexto, surgen las hipotecas *subprime* y se intensifican los procesos de titulización de estas hipotecas en las denominadas *mortgage back securities*. Con la globalización, esos activos tóxicos son vendidos por entidades de todo el mundo contaminando sus balances. La propia regulación de control de la solvencia de las entidades financieras -Basilea II- actuaba como estímulo de la titulización.

Mediante la compra de estos activos tóxicos se pretende eliminarlos de los balances de los bancos, con la contrapartida –negativa– de que los gobiernos se ven obligados a endeudarse para comprarlos y que un exceso de deuda de los gobiernos con el fin de comprar estos activos a las entidades puede poner en riesgo la propia calificación crediticia de los estados: el riesgo no se elimina, sólo se traspaasa<sup>20</sup>.

En España se ha actuado con retraso en la aplicación de este tipo de medidas que otros países adoptaron al inicio de la crisis financiera: en 2012 se creó el llamado “banco malo”, que absorberá activos tóxicos de las entidades en peor situación.

## 2.6. Reducciones impositivas

La dimensión de la actual crisis exige aplicar medidas en todos los ámbitos y, por lo tanto, también fiscales. El problema que se plantea es que casi todas las medidas que se han detallado hasta ahora requieren de una amplia inyección de fondos públicos y los países están en una etapa de déficit presupuestarios<sup>21</sup>. A corto plazo, las reducciones fiscales profundizarían aún más esta tendencia, aunque a medio plazo, al aumentar la renta disponible, serían inductoras de mayor actividad económica y crecimiento.

Las reducciones impositivas, siempre que aumenten la renta disponible para el consumo, estimularán la demanda, aunque con estados sobre- endeudados existe una baja flexibilidad financiera al tener que atender al pago de los intereses de una deuda sobredimensionada en un entorno recesivo.

En este sentido, un aspecto técnico a determinar es cuales son los niveles “razonables” de demanda pues entre las causas de la crisis actual está el hecho de que se ha incentivado el consumo inmediato en el corto plazo, avanzando al momento presente decisiones de inversión de toda una vida financiadas a través de un endeudamiento excesivo; esto ha llevado a crecimientos desmesurados de la demanda que han hecho estallar los riesgos del sistema.

En la actualidad se está dando un proceso de desapalancamiento en la población como resultado de la reducción de sus niveles de endeudamiento y su preferencia hacia el ahorro de los aumentos de la renta disponible. Pero si las reducciones fiscales no se traducen en aumentos de demanda que, a su vez, generen mayor actividad económica y recaudación de impuestos por vía indirecta, estas medidas pueden empeorar el problema del déficit que están asumiendo los gobiernos. Por otra parte, los países que han decidido incrementar impuestos se enfrentan a una mayor contracción del consumo que dificulta también la recuperación.

---

<sup>20</sup> En este sentido, convendría preguntarse y analizar cuál es el nivel de riesgo que pueden asumir los gobiernos sin entrar ellos mismos en riesgo.

<sup>21</sup> De hecho, ante las presiones para rebajar el déficit públicos en entornos recesivos, países como España aplicaron en el 2012 medidas de aumentos de impuestos y, en otros, como Estados Unidos se ha abierto un amplio debate al respecto.

## 2.7. Inversión en infraestructuras

Este tipo de medidas están directamente relacionadas con la parte de la “crisis perfecta” asociada a la economía real: el gobierno invierte para estimular la economía en el contexto de la tradición keynesiana. No obstante, hay que recordar que el propio Keynes consideraba que las medidas de estímulo de inversión en infraestructuras debían tener un carácter temporal<sup>22</sup>.

Un aspecto destacable de este tipo de medidas es que la inversión en infraestructuras realizada con criterio económico tiene también efectos a largo plazo en la economía, mientras que otras de las medidas relatadas son más limitadas en sus efectos temporales.

## 3. EXTERNALIDADES E INEFICIENCIAS DERIVADAS DE LAS MEDIDAS DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO: LA NECESIDAD DE UNA ACCIÓN COORDINADA

Se considera ineficiencia financiera la intervención pública arbitraria en el ajuste normal de los mercados que genera impactos negativos en el sistema financiero. Alternativamente, se entiende las soluciones a través del mercado como más eficientes que aquellas intervenciones estatales que incluyan aportaciones de fondos públicos que puedan computar como deuda de los países intervinientes y generar distorsiones en el funcionamiento de la economía, particularmente en el sector privado, por el efecto “*crowding out*” o de expulsión de los canales de financiación, y los efectos negativos en el consumo privado de un endeudamiento mayor de los estados que pueda derivar en mayores impuestos y menor renta disponible.

En los casos en que la intervención de los estados en una entidad fuera establecida desde su inicio como de carácter temporal e implicase toma de control temporal y posibilidad de recuperación futura de las aportaciones realizadas, se considera que la ineficiencia sería de carácter temporal, con efectos negativos en el periodo en que el estado permanece endeudado por el impacto de la ayuda realizada. Adicionalmente, se entiende que los efectos negativos de las ineficiencias en el sistema financiero deben analizarse y medirse en el contexto de una economía globalizada, es decir, de un sistema financiero internacional.

El interés y motivación por esta línea de investigación sobre las ineficiencias financieras se ha intensificado tras el debate que, tras la crisis del sistema financiero

---

<sup>22</sup> Algunos *policy makers* interpretan como keynesianos gastos que nunca el propio Keynes incluiría dentro de este concepto por su ausencia de efecto multiplicador de la actividad en el largo plazo. El insuficiente control que han tenido hasta el estallido de la crisis financiera algunas partidas de gasto aprobadas en algunos estados ha generado efectos muy negativos en la economía.

chipriota, se ha generado en la Unión Europea al respecto del mecanismo de actuación en caso de quiebra futura de entidades financieras<sup>23</sup>.

La adopción de medidas, mayoritariamente coyunturales, destinadas a evitar la quiebra de entidades financieras han generado externalidades e ineficiencias en la solución adoptada en varios sentidos.

### 3.1. Ineficiencias de origen

En una economía globalizada se están aplicando distintas medidas para ayudar a las entidades financieras en Norteamérica y en Europa; y dentro de Europa, en los distintos países. De esta forma, las entidades financieras, dependiendo de su país de origen, está recibiendo medidas disimiles de apoyo y diferentes magnitudes relativas de ayuda financiera<sup>24</sup>.

La ineficiencia financiera de origen se define como la intervención en el sistema financiero por parte de los gobiernos o autoridades monetarias de un sistema financiero concreto que genera efectos negativos en el sistema financiero de otros países o regiones y, con ello, en el sistema financiero global. La ineficiencia de origen tiene una doble vertiente: la de ineficiencia en sí misma que se produce al compararse con los efectos que habría generado una actuación eficiente de los mercados que no requiriese un mayor endeudamiento del estado (con los efectos expuesto en el concepto de ineficiencia financiera) y la del origen de esa ineficiencia, asociada al gobierno o autoridad monetaria que la genera y que, en su actuación, se rige más por los efectos en su propio sistema financiero que en los que genere en el sistema financiero global. Las ineficiencias de origen tienen el sesgo del gobierno del país que genera la ineficiencia y están condicionadas por la situación del sistema financiero de ese país en concreto.

El mayor impacto negativo de las ineficiencias de origen radica en que en una economía globalizada – y especialmente en el negocio bancario- los efectos de las quiebras de determinadas entidades financieras generan externalidades a otras de distintos países: los gobiernos de cada país están decidiendo rescatar, principalmente, a aquellas cuyos problemas repercutirían más en su propio país, con menor atención a los posibles efectos fuera de sus fronteras<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> El debate entre el “*bail-in*” o rescate interno y el “*bail-out*” o rescate externo. Este último, al requerir recursos financieros públicos de gobiernos y entidades supranacionales, aumenta la deuda de los estados y origina riesgo moral al ayudar de forma externa a entidades cuya gestión ha sido generadora de pérdidas, de forma que las entidades con comportamientos “eficientes” se ven comparativamente perjudicadas.

<sup>24</sup> En Francia, el entonces Presidente Sarkozy insistió en que el estado francés no dejará quebrar ningún banco y que, en caso de urgencia, podría aportar directamente su garantía a la refinanciación de los bancos con problemas. En ese caso, como ocurrió con el franco-belga Dexia, el estado asumirá el control y cambiará la dirección del mismo. En Estados Unidos se realizó una selección de los bancos a rescatar y a los que dejar quebrar.

<sup>25</sup> Así, el gobierno francés acudió con rapidez al rescate de Societé Generale, el gobierno británico al de los bancos Royal Bank of Scotland (RBS), Lloyds TSB y HBOS, y los gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo anunciaron una inyección para rescatar a Fortis.

El caso español ha sido significativo: la presión de los mercados fue insistente debido a las fallidas reformas que se habían efectuado en el sistema financiero –más orientadas a agrupar entidades financieras que a eliminar riesgos- y las dudas que existían sobre el mismo, principalmente, por la mayor entidad financiera en dificultades, Bankia, obligaron a una recapitalización de gran magnitud de ésta, al considerarse sistémica la entidad resultante de la fusión de varias Cajas de Ahorros con problemas, siendo Caja Madrid y Bancaja las de mayor dimensión.

### 3.2. Ineficiencias de elección

Dentro de cada país, los gobiernos están decidiendo qué entidades preservar y cuáles dejar quebrar. La urgencia con que han debido efectuarse las inyecciones de liquidez ha impedido que se hubiera realizado previamente un análisis en profundidad de la viabilidad de cada entidad para determinar sobre una base objetiva qué entidades pueden ser objeto de una intervención estrictamente temporal y cuales no tendrán otra opción que fusionarse con otras más saneadas, o irremediamente ir a la quiebra.

Por ineficiencia de elección se entiende, por tanto, la intervención arbitraria de una entidad elegida en un sistema financiero de un país que no ha sido realizada en base a criterios objetivos, como un análisis profundo de la viabilidad futura de esa entidad tras una intervención temporal en la misma. La ineficiencia de elección podría ser de carácter temporal -sólo durante el periodo en que se otorga la ayuda- si al final del mismo se recupera la aportación de fondos realizada, o de carácter permanente si la aportación realizada no se recupera y la deuda incurrida por el estado debida a la ayuda realizada sólo puede cubrirse con subidas impositivas y redundante en efecto “*crowding out*” del sector privado en la economía.

El gobierno y las autoridades monetarias de cada país, en función de la importancia que se considera podría tener para su sistema financiero la quiebra de una entidad puede decidir apoyarla o no, con poca atención a las externalidades de su decisión sobre el sistema financiero de otros países.

Las ineficiencias de elección están asociadas a la decisión de policy maker, interviniendo de forma que no pueda alcanzarse una solución a través del mercado. Esta decisión puede estar influida por diversos condicionantes; entre ellos, el juicio que tenga sobre la actuación del equipo directivo de la entidad<sup>26</sup>.

En el caso de España, el fracaso de las sucesivas reformas puestas en marcha en el sistema financiero es un ejemplo de externalidades de elección, especialmente en el caso de determinadas “fusiones frías” que se impulsaron, aglutinando entidades

<sup>26</sup> Recuérdese que en Estados Unidos, al inicio de la crisis financiera, se dejó quebrar a Lehman Brothers y Washington Mutual, mientras se intervenía en entidades como Fannie Mae o Freddy Mac, y se impulsaban fusiones bancarias entre otras entidades con respaldo gubernamental. Sin embargo, sí se rescató su primer banco, Citigroup.

diversas y con problemáticas diferentes. Finalmente, en el caso de la mayor fusión de Cajas de Ahorros de España, Bankia, se ha necesitado la mayor inyección de fondos realizada a una entidad del sistema financiero español.

### 3.3. Ineficiencias normativas

Se consideran dos tipos de ineficiencias normativas: por un lado, son ineficiencias normativas las externalidades o impactos negativos que se producirán en un futuro como consecuencia de las distintas regulaciones que adoptan los gobiernos de cada país en su sistema financiero. En lo relativo a la normativa bancaria, la ausencia de un regulador global implica que cada país impulsa medidas regulatorias de forma aislada, lo que genera marcos regulatorios distintos en los sistemas financieros: el caso de las distintas garantías dadas a los depósitos bancarios entre países de la UE antes de que se estableciera la garantía única de 100.000 euros es un ejemplo de ello<sup>27</sup>.

En segundo lugar están las ineficiencias normativas que se derivan del distinto marco legal existente en cada país: la magnitud de los problemas de solvencia y liquidez de cada entidad financiera se valora en su país de origen en función de su propia normativa nacional. La distinta normativa al respecto de los niveles de provisiones bancarias para activos dudosos o las diferencias que cada banco central acepta en la valoración del nivel de riesgo de los activos del balance, cuya solvencia debe garantizarse, genera ineficiencias normativas que afectan a la valoración de la solvencia de las entidades de cada país<sup>28</sup>.

Para corregir esta ineficiencia están surgiendo propuestas hacia sistemas universales de supervisión<sup>29</sup>. El progreso hacia la unión bancaria en la UE, con un supervisor único, es coherente con esta línea de actuación.

### 3.4. Ineficiencias competitivas

La necesidad de adoptar medidas rápidas de apoyo a las entidades financieras supone que, en cierta medida, se está apoyando a los gestores de las entidades que

---

<sup>27</sup> Antes de pedir ayuda financiera, Irlanda elevó la garantía de los depósitos bancarios al nivel más alto de la Unión Europea con el fin de atraer o mantener sus depósitos bancarios, compitiendo de forma ineficiente con los propios países que terminarían participando en su rescate.

<sup>28</sup> Esta ineficiencia normativa se ha puesto de manifiesto por las exigencias de realización de test de *stress* y auditorías externas al sistema financiero español, tras la crisis de Bankia, indicativas de la desconfianza hacia la valoración e inspección de las entidades españolas que había realizado el propio Banco de España.

<sup>29</sup> En el Reino Unido el primer ministro Brown instó a los gobiernos a adoptar reglas transnacionales sobre transparencia, así como las más estrictas normas de conducta para garantizar que no vuelvan a asumirse riesgos irresponsables. Según Brown, debería también ponerse en marcha un nuevo sistema de supervisión para hacer frente a los enormes flujos de capitales entre las distintas instituciones financieras. El Foro de Estabilidad Financiera y un Fondo Monetario Internacional "reformado" deberían también jugar un papel "*no sólo en la resolución de la crisis sino también en su prevención*", agrega Brown.

han entrado en crisis y están siendo cuestionadas en los mercados. Los críticos de las medidas gubernamentales temen que éstas supongan un riesgo para el dinero de los contribuyentes al estimular que las entidades financieras puedan asumir riesgos desmedidos con la convicción de que el gobierno solucionará, posteriormente, sus problemas. Esta circunstancia se acentúa en el caso de las entidades financieras de mayor tamaño o “*too big to fail*”, en cuyo carácter sistémico y efectos para el sistema financiero se justifican la mayoría de las grandes operaciones de ayuda financiera que se han ido realizando desde el inicio de la crisis.

Se considera, por consiguiente, ineficiencia competitiva el impacto o externalidad negativa que se genera en el sistema financiero como resultado de la alteración del marco de competencia natural de mercado de las entidades financieras que se produce cuando aquellas entidades que han tenido actuaciones ineficientes conducentes a la insolvencia financiera reciben ayuda externa en procesos de “*bail-out*”, provocando que las entidades que han actuado de forma eficiente compitan en desigualdad de condiciones con las entidades rescatadas, y en el que, además, se pueden ver obligadas a participar debido a procesos establecidos al efecto o fondos de garantía de depósitos en los que participan.

El apoyo recibido por las entidades puede percibirse como una actuación de benefactores últimos por parte de los gobiernos; de esta forma, no se está favoreciendo la eficiencia y competitividad de las entidades, dado que los errores de gestión acaban siendo difuminados por las ayudas públicas. En algunos casos no se deja actuar al mercado y se evita la quiebra de entidades que no son competitivas<sup>30</sup>, generándose distorsiones en la competencia en los mercados y externalidades negativas.

Juergen B. Donges se pregunta, en este sentido, cómo se evitará la aparición del llamado “riesgo moral” que crean las instituciones estatales cuando actúan como “prestamista de última instancia” y además se comprometen a impedir que determinadas entidades financieras quiebren; actuación ésta que podría inducir en el futuro a las entidades financieras a asumir, nuevamente, mayores riesgos en sus operaciones que los que pueden gestionar con eficacia y a distorsiones en la competencia en los sistemas financieros.

#### 4. CONCLUSIONES

La coexistencia de una crisis financiera y en la economía real obligó, inicialmente, a aplicar medidas coyunturales orientadas a evitar la quiebra de los sistemas financieros. En cada área geográfica (Estados Unidos y la UE) y dentro de la UE, entre

<sup>30</sup> Un debate de actualidad en España, en este sentido, es el relativo al funcionamiento de las Cajas de Ahorro, entidades de crédito peculiares por sus objetivos, sistema de gobierno, ausencia de ánimo de lucro, y que no tienen en la competitividad la base de su modelo de negocio.

países de la misma, se aplicaron distintas medidas aisladas y no coordinadas en función del diagnóstico local de la situación y sin considerar los efectos externos. Esto ha conducido a que las soluciones aplicadas hayan originado ineficiencias de origen, de elección, normativas y competitivas.

El sector financiero deberá asumir de nuevo los riesgos propios de su actividad, pero con un mayor control y regulaciones globales que permitan limitar las ineficiencias expuestas en este artículo; ineficiencias que están presentes desde el origen de la crisis financiera y las medidas aplicadas para solventarla y cuyo estudio, evaluación cuantitativa y corrección abre nuevas líneas de investigación.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2009), *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo 2009. <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevisitas/InformesEstabilidadFinanciera/09/Fic/IEF200905.pdf>
- (2008a), *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2008. <http://www.bde.es/informes/be/estfin/completo/IEF200811.pdf>
- (2008b), *Informe Anual 2007*. <http://www.bde.es/informes/be/infanu/infanu.htm>
- (2008c), *Boletín Económico*. Octubre 2008. <http://www.bde.es/informes/be/boleco/2008/be0810.pdf>
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (2008), “Supervisory guidance for assessing banks’ financial instrument fair value practices”, november 2008. <http://www.bis.org/publ/bcbs145.htm>
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008a), *Financial Stability Review*, December 2008.
- (2008b), *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations*, 20 November 2008. [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisationsen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf)
- (2008c), “The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area”, *General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf?0dd0816ab94907f0c24ac1c534ae0f06>
- (2008d), *Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt*, 20 October 2008. [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_guaranteesen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf)
- DE LA DEHESA, G. (2010), *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Madrid: Alianza Editorial.
- DE RATO, R. (2009), “La globalización, los flujos financieros y la crisis: lecciones de la experiencia”, Discurso de investidura como Doctor *Honoris Causa* por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, Madrid.

- DONGES, J.B. (2009), “No hay un conflicto entre controlar la inflación y estimular el crecimiento económico”. *Revista Vida Académica de San Telmo*. [www.santelmo.org/revista/n31/VA\\_continuidad.pdf](http://www.santelmo.org/revista/n31/VA_continuidad.pdf)
- FERNÁNDEZ, M. (2009), Discurso de apertura del ciclo de conferencias de Cinco Días, Banco de España. <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/intervenpub/gobernador/mfo310309.pdf>
- (2008a), Comparecencia del Gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso, Madrid, 7 de octubre de 2008. <http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo071008.pdf>
- (2008b), Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Presupuestos del Senado, Madrid, 19 de noviembre de 2008. <http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo191108.pdf>
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2009), *Improving Financial Regulation*. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, September 2009 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925b.pdf)
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2008a), *Ongoing and Recent Work Relevant to Sound Financial Systems*, September 2008. [http://www.fsforum.org/publications/on\\_0809.htm](http://www.fsforum.org/publications/on_0809.htm)
- (2008b), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience Follow-up on Implementation*, September 2008. [http://www.fsforum.org/press/pr\\_081009f.pdf](http://www.fsforum.org/press/pr_081009f.pdf)
- (2008c), *Update on the Implementation of the FSF’s Recommendations. Report by the FSF Chairman to the G8 Finance Ministers*, June 2008. [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0806.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0806.pdf)
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2008), “Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging: Macroeconomic Implications and Policy”, *World Economic and Financial Surveys*, octubre de 2008. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>
- NUÑEZ, S. (2010). “La respuesta a la crisis financiera internacional: medidas de estabilización financiera y estrategias de salida”, *Presupuesto y Gasto Público*, n° 59/2010, Instituto de Estudios Fiscales, pp. 23-37.
- ROLDÁN, J. M. (2008), “El papel del modelo de “originar para distribuir” en la crisis financiera de 2007”, *Revista de Estabilidad Financiera*, n° 15, noviembre de 2008, Banco de España, <http://www.bde.es/informes/be/estfin/numero15/ief0115.pdf>
- UBIDE, A. (2008), “Anatomy of a modern credit crisis”, *Revista de Estabilidad Financiera*, n° 14, Banco de España, mayo de 2008 <http://www.bde.es/informes/be/estfin/numero14/IEF200814-4.pdf>
- VIVES, X. (2010). “La crisis financiera y la regulación”, *IESE Occasional Paper OP-179*, IESE Business School- Universidad de Navarra, septiembre de 2010.

WORLD ECONOMIC FORUM (2009), *World Economic Forum Annual Meeting 2009 Shaping the Post-Crisis World Davos-Klosters*, Switzerland 28 January – 1 February <http://www.weforum.org/en/media/publications/index.htm>