

Fondos de inversión, capitales propios bancarios y *credit crunch*

Santiago Carbó Valverde
Julia García Cabello

I. INTRODUCCIÓN

Los sistemas financieros occidentales han experimentado sustanciales transformaciones en las dos últimas décadas. Sin duda, entre estos cambios destacan la integración y globalización de los mercados financieros a escala mundial y el intenso proceso de desintermediación financiera que ha tenido lugar. Este trabajo analiza algunos de los efectos de esta última tendencia, que supone un mayor peso relativo de los flujos financieros canalizados a través de los mercados monetarios y de capitales, en detrimento de los intermediados por entidades bancarias. Específicamente, se estudia si los efectos de la intensa expansión de la inversión colectiva –fundamentalmente, bajo la forma de fondos de inversión– y la incidencia de la regulación de solvencia han dado lugar a una restricción en el crédito –*credit crunch*– concedido por las entidades financieras en los principales países occidentales, y si ese potencial impacto se ha trasladado a la evolución de la economía real.

Las entidades de depósito están especializadas, entre otros negocios, en la provisión de créditos minoristas, donde tienen ventajas competitivas en la recopilación y explotación de la información sobre los prestatarios y riesgos de los mercados donde operan, y a través de las cuales pueden alcanzar economías de coste y gama. La expansión del crédito juega un papel fundamental en el crecimiento económico. Para realizar esta importante función crediticia, los intermediarios financieros precisan de la obtención de recursos ajenos y propios, mediante los cuales financian la expansión de su activo. La principal fuente de recursos ajenos –y la de menor coste– son los depósitos de tipo minorista. El crecimiento de estos últimos se ha visto negativamente afectado por la ex-

pansión de los fondos de inversión, un producto sustitutivo de aquéllos.

Este artículo pretende estudiar cuál ha sido la evolución de los fondos de inversión, de los depósitos y de los recursos propios de las entidades crediticias en los últimos años, así como su incidencia sobre la provisión de crédito y, como consecuencia de ello, si ha podido existir algún impacto sobre los registros de la economía real. Para ello, en el siguiente apartado, se aportan los principales antecedentes teóricos y empíricos que sustentan la hipótesis de restricción de crédito –*credit crunch*– y sus factores explicativos. Posteriormente, se analiza la expansión de los fondos de inversión en los principales países occidentales. En el penúltimo apartado, se estudia la evidencia empírica descriptiva de las relaciones entre fondos de inversión, depósitos y crédito, y entre capitales propios y crédito, con lo que se puede argumentar, aunque sea de forma tentativa, si ha existido un *credit crunch* en los últimos años en los principales sistemas financieros occidentales, con especial énfasis en el caso español, y cuáles han podido ser sus efectos sobre la economía real. El último apartado resume las conclusiones del trabajo.

II. ANTECEDENTES TEÓRICOS Y EMPÍRICOS

Existe una amplia literatura bancaria que, desde las ópticas analítica y empírica, ha estudiado la hipótesis del *credit crunch* y sus posibles determinantes. Como ya se ha comentado, las restricciones sobre el crecimiento de los depósitos y de los recursos propios juegan un papel fundamental en la citada hipótesis. En este apartado se recoge un modelo matemático que fundamenta la citada hipótesis así como los

principales resultados existentes sobre los procesos de restricción del crédito.

1. Un modelo matemático explicativo

A partir de un modelo simple de la empresa bancaria, se puede analizar los efectos de los incrementos en los requisitos legales de recursos propios sobre las actividades crediticias de las entidades financieras (1). En este modelo se consideran únicamente dos tipos de pasivos $-K$ (recursos propios) y D (depósitos) y un único activo (A), que es el crédito (L). La expresión quedaría como sigue:

$$A = L = K + D \quad [1]$$

Uno de los supuestos básicos de partida asume que no se alcanza un grado de competencia perfecta en los mercados de depósitos y de crédito. La especificación funcional correspondiente al volumen de depósitos es la siguiente:

$$D = f_0 + f_1 (r_D - r_D^*) \quad [2]$$

donde r_D^* expresa la remuneración media de los depósitos en el mercado. Teóricamente, si una entidad pudiera ofrecer una remuneración sobre sus pasivos (r_D) superior a ésta, podría incrementar su cuota en el mercado de depósitos.

De forma similar, el volumen de crédito viene expresado como sigue:

$$L = g_0 + g_1 (r_L - r_L^*) \quad [3]$$

donde r_L^* expresa el tipo de interés medio de los créditos en el mercado. Una entidad de depósito podría incrementar su cuota en el mercado de crédito fijando una remuneración por sus activos (r_L) inferior a la media.

La restricción en términos de recursos propios se expresa en función de la *ratio* "capitales propios / activos totales" (μ):

$$K \geq \mu L \quad [4]$$

Si se desarrolla un modelo en el que la función objetivo es la maximización de beneficios de la entidad financiera [$\Pi = (r_L - \phi)L - r_D D$], obtenemos:

$$\text{Max } \Pi = \{ [g_0 + g_1 (r_L^* - \phi) - K - D] [K + D] / g_1 \} - \{ [D - f_0 + f_1 r_D^*] D / f_1 \} + \lambda \{ K - \mu (K + D) \} \quad [5]$$

donde:

Π = beneficios

$r_L L$ = remuneración de los préstamos

ϕL = provisión para insolvencias.

λ = multiplicador lagrangiano asociado a la *ratio* μ

Si tomamos D (depósitos) como la variable para maximizar los beneficios, se obtienen dos condiciones de primer orden:

$$\partial \Pi / \partial D = \{ \{ g_0 + g_1 (r_L^* - \phi) - 2D - 2K \} / g_1 \} - \{ \{ 2D - f_0 + f_1 r_D^* \} / f_1 \} - \lambda \mu = 0 \quad [6]$$

$$\partial \Pi / \partial \lambda = (1 - \mu) K - \mu D = 0 \quad [7]$$

De la ecuación [6] podemos deducir el nivel de depósitos que maximiza el beneficio bajo dos supuestos distintos:

A) Para $\lambda = 0$ (es decir, sin requisitos legales de recursos propios), se obtiene:

$$D = \{ f_1 (g_0 + g_1 (r_L^* - r_D^*) - g_1 \phi) + f_0 g_1 - 2f_1 K \} / 2(f_1 + g_1) \quad [8]$$

B) Mientras que para todo λ distinto de 0 (con normativa de recursos propios):

$$D = \{ (1 - \mu) / \mu \} K \quad [9]$$

Resolviendo el caso A (ecuación 8), para $\lambda = 0$, se obtiene:

$$\partial D / \partial K = -f_1 / (f_1 + g_1) \leq 0 \text{ pero } \geq -1 \quad [10]$$

lo que implica que una reducción del nivel relativo de capitales propios incrementa el volumen de depósitos (cuando una institución bancaria no está sometida a requisitos de capital) y el crédito se reducirá en una proporción inferior a uno:

$$\partial L / \partial K = g_1 / (f_1 + g_1) \geq 0 \text{ pero } \leq 1 \quad [11]$$

Para el caso B, donde existen requisitos de capital (ecuación 9, con λ distinto de cero), los resultados son:

$$\partial D / \partial K = (1 - \mu) / \mu > 0 \quad [12]$$

y

$$\partial L / \partial K = 1 / \mu > 1 \quad [13]$$

Es decir, tanto el volumen de depósitos como el de crédito disminuyen ante reducciones de recursos propios. En el caso del crédito, por cada unidad monetaria que disminuyen los recursos propios, la caída en los préstamos es superior a uno (2).

2. Evidencia empírica existente

Los principales trabajos existentes sobre la posible existencia de restricciones o racionamientos de crédito (*credit crunch*) en las economías occidentales son los de Peek y Rosengren (1995a, 1995b y 1998) aplicados al sector bancario estadounidense. Los dos primeros artículos citados analizan la intensa caída en la tasa de crecimiento del crédito bancario en Estados Unidos –con especial hincapié en Nueva Inglaterra– en los primeros años de la década de 1990. En estos estudios, los autores consideran la influencia de la regulación de recursos propios, del ciclo económico y del crecimiento de los depósitos sobre la evolución del crédito bancario.

Peek y Rosengren (1995a) encuentran evidencia en favor de un *credit crunch* que habría sido impulsado por las bajas tasas de crecimiento de los recursos propios, que obligó a las entidades financieras norteamericanas con deficientes niveles de capitalización a reducir sus inversiones crediticias. En el segundo de sus trabajos (1995b), estos autores demuestran explícitamente que la imposición de la normativa del coeficiente legal de capitales propios basado en los riesgos de activo fue el factor explicativo más significativo en el proceso de racionamiento de crédito de los primeros años noventa.

En su trabajo más reciente, Peek y Rosengren (1998) cambian el enfoque, y se plantean la incidencia que está teniendo el proceso de concentración del sector bancario estadounidense y otras tendencias del mismo –como es la desintermediación financiera y la aplicación de innovaciones tecnológicas– sobre las inversiones crediticias minoristas y, en particular, las destinadas a pequeñas y medianas empresas. Estos autores encuentran que las entidades financieras de menor dimensión, de carácter local o regional tienden a presentar un mayor peso de las inversiones crediticias minoristas que los bancos más grandes. Asimismo, concluyen que el tamaño no es el único factor explicativo en este contexto, pero sí que influye en el volumen medio de las operaciones de activo. Cuanto más grande se hace una entidad, mayores posibilidades tiene de entrar en operaciones de elevado montante, por lo que los créditos de menor volumen –de gran trascendencia para las PYME– pueden verse afectados negativamente.

III. LA EXPANSIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS OCCIDENTALES

Tras la revisión teórica y empírica de la cuestión del racionamiento de crédito, con especial hincapié en el poder explicativo del impacto de la regulación de recursos propios, es conveniente adentrarse en el análisis de los factores explicativos de la evolución del crédito del sector bancario en las principales economías occidentales y, específicamente, en España. El primero de ellos, al que dedicamos el presente apartado, es la evolución de los fondos de inversión. Por otro lado, el impacto de la regulación de capitales propios fue tratado en anteriores trabajos (Carbó, 1995) y ha presentado pocos cambios en los últimos años, por lo que en estas líneas solamente actualizaremos la evidencia empírica.

La intensa expansión de la inversión colectiva en los principales sistemas financieros occidentales ha dado lugar a numerosas implicaciones. Uno de los efectos más importantes, como se verá, ha tenido lugar sobre los depósitos bancarios –producto de ahorro en clara competencia con los fondos de inversión–, instrumento fundamental en los balances de las entidades de crédito, ya que provee liquidez y permite la multiplicación del crédito.

Las principales características del proceso de expansión de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en los mercados financieros europeos y norteamericanos son las siguientes (véase Walter, 1999):

1. En la última década, la industria de fondos de inversión no sólo ha crecido de forma intensa, sino que se han desarrollado una gran variedad de nuevos tipos de fondos y se han multiplicado el número de instituciones que operan en los respectivos mercados nacionales.

2. La distribución de los fondos de inversión por entidades que los comercializan da lugar a sustanciales diferencias entre países: en Alemania, España y Francia, las entidades de depósito –a través de sociedades filiales– administran más del 70 por 100 del negocio de fondos. En cambio, en Gran Bretaña son otros intermediarios financieros independientes (sociedades de inversión) los que controlan la mayor parte de la actividad. En Estados Unidos, debido a las restricciones en la regulación hasta fechas recientes, las entidades bancarias han jugado un papel muy limitado en la comercialización de fondos, aunque esto está cambiando en los últimos tiempos, tras la liberalización de las actividades de los bancos en ese país.

En Italia, por su parte, el negocio está repartido entre entidades de depósito y sociedades independientes. En definitiva, cuanto más implantada está la estrategia de banca universal –como en los países de Europa continental–, mayor es el control del negocio por parte de bancos y cajas de ahorros.

3. Las principales fuentes de ganancia para las sociedades gestoras de fondos son las comisiones (de suscripción, gestión y venta del fondo). La evolución de las comisiones en la mayoría de los mercados financieros nacionales occidentales revela que se trata de un sector con un negocio en expansión –todavía con altas tasas de crecimiento–, lo que ha impedido reducciones sustanciales en los márgenes y comisiones unitarias. Conforme el negocio de fondos vaya acercándose a más discretas tasas de crecimiento, y el número de instituciones que operan continúe aumentando, el sector se moverá hacia una mayor competencia y un menor nivel unitario de comisiones.

4. Finalmente, no se pueden ignorar las distorsiones que ha supuesto la falta de neutralidad en el tratamiento fiscal de los fondos de inversión con respecto a otros productos de ahorro en buena parte de los países europeos. A diferencia de Estados Unidos, donde el tratamiento fiscal de los diferentes productos de ahorro es básicamente homogéneo y neutral, en la Unión Europea los fondos de inversión han tenido un favorable tratamiento fiscal, lo que ha impulsado su expansión en los sistemas financieros nacionales. Sin duda, no se puede disociar el crecimiento espectacular del patrimonio de la inversión colectiva en Europa –con importantes efectos y distorsiones para el resto del sector financiero– del tratamiento fiscal favorable que han recibido estos instrumentos. No obstante, en los últimos tiempos, se están produciendo cambios en la normativa fiscal de los países europeos –como la reciente reforma del IRPF en España– que conducen a una mayor homo-

geneidad en el tratamiento de los diferentes instrumentos de ahorro y a una creciente armonización fiscal –aunque todavía queda un largo camino por recorrer y el resultado final es incierto– entre los países de la Unión Europea.

Todos estos factores, junto a la caída de los tipos de interés y los aumentos en las cotizaciones bursátiles hasta hace unos meses, han impulsado grandes cambios en las preferencias de los ahorradores, en las estrategias de las entidades financieras y en el funcionamiento de los mercados, que han conducido al resultado de un intenso crecimiento del patrimonio de las IIC, en detrimento de otros instrumentos como los depósitos bancarios. Estados Unidos es el país donde los fondos de inversión pesan más en relación con el PIB (cuadro núm.1). No obstante, en países europeos, como Francia y España, el patrimonio de los fondos de inversión supera ya el 40 por 100 de sus correspondientes PIB. El caso de España merece especial atención por la espectacular evolución del indicador “patrimonio IIC/PIB”, que ha pasado de 2,3 por 100 en 1990 a (aproximadamente) 41,4 por 100 en 1998.

Alemania es el país de los analizados en estas líneas donde el peso relativo de los fondos de inversión en relación con el PIB (8,3 por 100 en 1998) refleja el menor impacto de la desintermediación financiera y el papel hegemónico que todavía parece tener la actividad bancaria tradicional en ese país.

En cualquier caso, se ha evidenciado, para buena parte de los principales sistemas financieros occidentales, un intenso crecimiento de los fondos de inversión, lo que muy probablemente puede haber tenido significativos efectos sobre el resto de variables monetarias y financieras y, en particular, sobre la evolución de los depósitos, fuente fundamental del crédito bancario.

CUADRO NÚM 1
PATRIMONIO I.I.C./PIB (PORCENTAJE)
PARA UNA MUESTRA DE PAÍSES OCCIDENTALES

	1990	1995	1996	1997	1998 (e)
Alemania	4,4	5,6	6,0	7,3	8,3
España	2,3	17,5	26,4	34,7	41,4
Francia	29,8	33,4	35,2	37,0	42,5
Holanda	8,0	16,2	17,5	20,0	20,8
Italia	3,6	7,2	10,5	18,8	33,9
Reino Unido	8,4	13,9	15,6	17,8	19,6
EE.UU.	19,2	38,8	46,2	54,3	63,6

(e) Estimación.

Fuente: Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

IV. ¿HA EXISTIDO UN CREDIT CRUNCH EN LOS ÚLTIMOS AÑOS?

Este apartado analiza evidencia empírica –de carácter preliminar y descriptivo– de la evolución reciente de las principales macromagnitudes bancarias y de su relación entre ellas y con el PIB. En primer lugar, se estudia lo acontecido en las principales economías occidentales para, posteriormente, observar el caso español con mayor detalle. El objetivo es evaluar, aunque sea de forma tentativa, si han existido o no restricciones en el crecimiento del crédito y su impacto sobre la actividad económica.

Para el estudio de los agregados de los principales sistemas bancarios occidentales –los países seleccionados son Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y EE.UU.–, la única información completa y homogénea es la de la OCDE a través de su publicación *Bank Profitability* (1998), cuyos datos alcanzan únicamente hasta 1996. Las tasas de crecimiento medio acumulativo anual del período 1990-1996 de tres macroagregados bancarios (depósitos, créditos y recursos propios) y del PIB están recogidos en el cuadro núm. 2. El período ha sido elegido por su proximidad temporal y por las significativas diferencias en los registros macroeconómicos –siendo muy discretos algunos de ellos– de los países considerados.

El cuadro núm. 2 pone de relieve que los países que han presentado un mayor crecimiento de su crédito durante el período 1990-1996 han tendido a presentar aumentos de sus depósitos y recursos propios (o la combinación de los dos) significativamente superiores a los del resto. Éste es el caso de Holanda y Alemania, que, asimismo, como se observó en el cuadro núm. 1, tienen un peso relativo sustancialmente menor del patrimonio de los fondos de inversión en el conjunto de su economía, por lo que la pre-

sión sobre los depósitos bancarios parece haber sido menos intensa. Ello ha llevado a que estos pasivos bancarios tradicionales hayan crecido a un buen ritmo en esos dos países y, como consecuencia, haya existido suficiente liquidez para incrementar el crédito de forma significativa. Asimismo, se puede observar que los registros macroeconómicos (crecimiento del PIB) de Alemania y Holanda son los más elevados del período 1990-1996. Todo ello parece apuntar a una relación positiva entre crecimiento de las macromagnitudes bancarias y de la actividad real. No obstante, Estados Unidos, que presenta una tasa media de crecimiento del PIB superior al 2 por 100 para el período, muestra un discreto aumento de las macromagnitudes bancarias, algo esperado, por otra parte, en un sistema financiero donde los mercados de capitales han jugado tradicionalmente un papel considerablemente mayor en la canalización de los flujos crediticios.

Por su parte, en aquellas economías con menor crecimiento del PIB durante el período analizado –Francia, Italia y Reino Unido–, la tasa de crecimiento de los depósitos y créditos bancarios han sido las menores de la muestra de países considerada. Ello vuelve a confirmar una cierta correlación positiva entre crecimiento de macromagnitudes bancarias y el PIB. En cualquier caso, en todos los países estudiados, los recursos propios no han sido un obstáculo al crecimiento de los créditos, ya que han crecido muy por encima de los depósitos y, en casi todos los casos, por encima de los créditos.

Si nos adentramos en el análisis del caso español, la evidencia empírica del cuadro núm. 2 pone de manifiesto que las tasas de crecimiento de actividad económica y macromagnitudes bancarias del período 1990-1996 se han situado en un término medio de la muestra empleada de países occidentales. No obs-

CUADRO NÚM. 2
TASAS DE CRECIMIENTO MEDIO ACUMULATIVO ANUAL DE LOS DEPÓSITOS,
RECURSOS PROPIOS Y CRÉDITO DEL SECTOR BANCARIO Y DEL PIB.
SIETE PAÍSES DE LA OCDE (PORCENTAJE). PERÍODO 1990-1996

Países	Depósitos	Recursos propios	Crédito	PIB
Alemania	8,6	11,6	10,2	3,5
España	8,5	10,0	10,6	1,8
Francia	7,6	8,6	3,0	1,4
Holanda	8,2	9,1	12,1	2,6
Italia	4,9	11,4	7,1	1,2
Reino Unido.	3,5	8,1	9,0	1,4
EE.UU.	3,3	9,1	4,4	2,1

(*) El dato de 1990 corresponde a la República Federal de Alemania. Por tanto, las tasas de crecimiento recogen el efecto de la reunificación alemana.
Fuente: OCDE, y elaboración propia.

tante, la disponibilidad de datos hasta fechas más recientes nos permite obtener una imagen más próxima en el tiempo de lo acontecido en el sector bancario español con la intensa expansión de la inversión colectiva.

El cuadro núm. 3 actualiza hasta 1998 las cifras de crecimiento de depósitos, recursos propios y crédito del sector bancario español, así como del PIB y del patrimonio de los fondos de inversión. La tasa de crecimiento de los créditos bancarios ha aumentado sustancialmente en los tres últimos años, moviéndose a la par con la del PIB. Sin embargo, los depósitos han aumentado muy poco, mientras los fondos de inversión, crecían de forma espectacular, especialmente en 1996 y 1997. Tampoco los recursos propios han crecido como lo hacían al principio de la década. En este contexto, ¿cómo ha sido posible compatibilizar elevado crecimiento del crédito con bajos aumentos de los pasivos bancarios tradicionales y de los recursos propios?

La respuesta a la anterior pregunta se encuentra, en gran parte, en la solvencia y liquidez existente al comienzo del período estudiado. Por un lado, a mediados de la década, las entidades de depósito españolas mantenían una holgada posición de solvencia que permitía futuros crecimientos de los riesgos y créditos. Por otro lado, el sistema bancario español, gracias fundamentalmente al comportamiento de las cajas de ahorros, presentaba una elevada liquidez a mediados de la década de los noventa, que permitió el inicio de la expansión crediticia de los últimos años. Esto es, en aquellas entidades financieras con abundancia relativa de liquidez, entre las que destacaban las cajas de ahorros en particular, se redujeron las partidas de activos interbancarios y aumentaron las inversiones crediticias. Por ello, hasta 1996, las tensiones de liquidez del sistema bancario no adquirieron la importancia que tuvieron posteriormente. Efectivamente, en 1997 y 1998 se elevaron las tasas de crecimiento de los préstamos sin que los depósitos aumentaran de forma significativa, debido a la fuerte competencia de los fondos de inversión. Las plusvalías que generaban los mercados de capitales en un contexto de bajos tipos de interés y el favorable tratamiento fiscal de los fondos de inversión no hacían más que impulsar, aún más si cabe, el trasvase de recursos desde depósitos a fondos.

Las tensiones de liquidez en el sistema bancario español en 1997 y 1998 fueron intensas, y la solución a las mismas ya no se encontró en los mercados interbancarios domésticos, sino acudiendo a obtener liquidez al exterior, mediante préstamos interbancarios

CUADRO NÚM. 3
TASAS DE CRECIMIENTO DE DEPÓSITOS,
RECURSOS PROPIOS Y CRÉDITO
DEL SISTEMA BANCARIO, DEL PIB Y DEL
PATRIMONIO DE LOS IIC (PORCENTAJE).
ECONOMÍA ESPAÑOLA (1996-1998)

	1996	1997	1998 (*)
Depósitos	2,5	1,7	3,9
Recursos propios . . .	4,2	6,8	6,2
Crédito	8,6	12,3	13,9
PIB	2,4	3,5	3,8
Patrimonio IIC	51,1	43,6	25,5

(*) La tasa de variación para depósitos, recursos propios y crédito a octubre de 1998 (sobre el mismo mes de 1997). La tasa de variación del patrimonio de los IIC es a septiembre de 1998 (sobre el mismo mes de 1997).

Fuente: Banco de España, y elaboración propia.

de entidades financieras no residentes. Por ello, no se ha resentido la tasa de crecimiento del crédito y no se ha producido una restricción de crédito (*credit crunch*) en los dos últimos años. Sin embargo, hay que indicar que esta situación no es fácilmente sostenible en el tiempo, y ello, a pesar de la creación de unos mercados interbancarios y monetarios de gran dimensión en la zona "euro" que facilitan la obtención y colocación de liquidez a escala pan europea. Por ello, es conveniente que el propio sistema bancario español alcance su propio equilibrio entre liquidez (obtención de depósitos) y creación de crédito, aunque haga uso del recurso de la liquidez de entidades financieras no residentes. Ese equilibrio permitiría reducir la probabilidad de aparición de un *credit crunch* en el futuro que tuviera una incidencia negativa en la evolución de la actividad económica.

V. CONCLUSIONES

La hipótesis del *credit crunch* está bien fundamentada en la teoría, y con evidencia empírica para el caso estadounidense a principios de la década de los noventa. En los trabajos existentes para ese período, la implantación de la normativa de solvencia basada en los riesgos de activos y los bajos incrementos de recursos propios explicaron la aparición de restricciones de crédito en EE.UU. y otros países.

A lo largo de la década, se ha reducido paulatinamente la incidencia de los recursos propios sobre la evolución del crédito, una vez que las entidades financieras se adaptaron al nuevo coeficiente legal de solvencia. Sin embargo, ha aparecido un nuevo factor con una incidencia potencialmente mayor sobre la creación del crédito: las reducidas tasas de crecimiento de los depósitos, como resultado de aumentos

sustanciales en productos de ahorro alternativos como los fondos de inversión. La desintermediación financiera ha afectado negativamente a la evolución de los balances y de las inversiones crediticias de las entidades de depósito. Ello puede acarrear importantes (y desfavorables) consecuencias para la actividad económica en aquellos sistemas financieros donde la mayor parte de los flujos crediticios se realizan a través del sector bancario, a no ser que se produzcan las adaptaciones necesarias para que los mercados de capitales jueguen un papel más determinante en ese proceso. Sin duda, las mayores posibilidades de titulización de activos en España son un ejemplo de adaptación de la regulación y del sistema financiero a la nueva realidad (véase Carbó, 1998).

En este trabajo se ha evidenciado que la evolución de las macromagnitudes bancarias y económicas ha sido dispar en los principales países occidentales. Se ha observado una cierta correlación positiva entre el crecimiento de macromagnitudes bancarias y el PIB y, para algunos países europeos, cierta evidencia en favor de la existencia de restricciones de crédito durante el período 1990-1996. No parece haber sido así para el caso del sistema bancario español hasta 1998, a pesar de los fuertes incrementos de los fondos de inversión y los correspondientes reducidos aumentos de los depósitos bancarios. Sin embargo, las soluciones –existencia de liquidez al inicio de la expansión crediticia y el recurso a la liquidez de entidades financieras no residentes– que han impedido la aparición

de un *credit crunch* en nuestro país tienen sus limitaciones a medio y largo plazo, por lo que es conveniente que las entidades de depósito españolas alcancen un cierto equilibrio interno entre obtención de liquidez y creación de crédito.

NOTAS

(1) El desarrollo se basa en el trabajo de PEEK y ROSENGREN (1995a).

(2) Resultados análogos se pueden obtener si la reducción inicial parte de los depósitos, en vez de hacerlo de los capitales propios.

BIBLIOGRAFÍA

CARBÓ, S. (1995), "Regulación y financiación a la economía real", *Papeles de Economía Española*, núm. 65, págs. 107-114.

— (1998), "El papel del sistema financiero en la economía real", *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, núm. 63/64, págs. 61-70.

PEEK, J., y ROSENGREN, E. (1995a), "The capital crunch: Neither a borrower nor a lender be", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 3, núm. 3, agosto, págs. 625-638.

— (1995b), "Bank regulation and credit crunch", *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, págs. 679-692.

— (1998), "The evolution of bank lending to small business", *New England Economic Review*, marzo/abril, páginas 27-36.

WALTER, I. (1999), "The global asset management industry: Competitive structure and performance", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 8, nº 1, págs. 1-78.