LOS SISTEMAS FINANCIEROS Y LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

PAUTAS DE COMPORTAMIENTO Y FACTORES EXPLICATIVOS DEL CRÉDITO BANCARIO. UN ANÁLISIS COMPARADO INTERNACIONAL

Juan Antonio MAROTO ACÍN
Mónica MELLE HERNÁNDEZ

I. INTRODUCCIÓN

ESTE trabajo se basa en la hipótesis de que la evolución reciente de los sistemas financieros y las economías en los principales países desarrollados ha cambiado los modelos tradicionales de relación «banca-industria», que se basaban ya en los mercados o ya en los intermediarios financieros. Las causas de esa transformación parecen estar tanto en el propio desarrollo económico como en una serie de cambios «estructurales» en la financiación de la economía, auspiciados por la innovación tecnológica, que han fomentado la ampliación de los mercados, la desregulación y la competencia. Todo lo cual está permitiendo el desarrollo simultáneo de la financiación directa e intermediada a las actividades productivas, e impulsando la convergencia de los modelos de financiación empresarial hacia nuevas pautas de relación con el sistema financiero, basadas cada vez más en la eficiencia y la competitividad comparadas, y menos en los condicionantes institucionales y regulatorios.

Desde la perspectiva financiera, mercados e intermediarios evidencian transformaciones espectaculares durante los últimos años. Los mercados financieros, están cada vez más globalizados e interconectados por la cuasi-perfecta movilidad de los capitales financieros internacionales. Han ganado protagonismo en la financiación de las grandes empresas, gracias a la diversificación internacional de las carteras de los inversores institucionales y a la cada vez mayor canalización del ahorro de las familias hacia la inversión bursátil; cuestión a la que han coadyuvado tanto los procesos de privatización de empresas públicas como la continua reducción de los tipos de interés. Por otro lado, los mercados-objetivo de las entidades bancarias se han universalizado, sus actividades se desarrollan en un marco de integración financiera y sus estrategias apuestan claramente por la internacionalización. Se han impulsado aún más los procesos de concentración nacionales e interfronterizos, lo que ha incrementado el tamaño de los sectores bancarios en la mayor parte de los países. Pero, al propio tiempo, han aparecido «nichos de mercado» con nuevas y rentables oportunidades de especialización en banca de proximidad, crédito especializado o finalista, servicios parafinancieros o gestión de la propia desintermediación.

En cuanto a las economías y los sectores de empresas no financieras, el continuo crecimiento de la actividad durante los últimos años ha potenciado los esfuerzos nacionales para dotar de estabilidad y convergencia los cuadros macroeconómicos. Ello ha permitido la paulatina reducción de los déficit públicos, el control de la inflación y la disminución de los tipos de interés, con un saludable efecto sobre los sistemas financieros que ha realimentado el círculo virtuoso entre el ahorro, la inversión, el crecimiento económico y el empleo. Las empresas no financieras han invertido y creado empleo debido a las expectativas de crecimiento de la demanda, a la mayor transparencia de los precios y a la estabilidad en la evolución de las macromagnitudes; pero sobre la base de la reducción de su coste del capital y la mayor generación de excedentes, que les ha permitido la reconstitución de sus fondos propios y la reestructuración de las cuantías y costes de su endeudamiento.

La adecuada imbricación de lo económico y lo financiero explica los «fundamentales» de la competitividad comparada de los países y las empresas, en mercados abiertos, progresivamente desregulados y cada vez mas transparentes en la formación de costes y en la fijación de precios. En esos términos, la generalización y acentuación de la competencia entre los principales países desarrollados está motivando nuevas pautas uniformes en la relación entre los sistemas financieros y los sistemas reales, que se alejan de los planteamientos tradicionales de asignación del ahorro (mercados *vs.* intermediarios bancarios). Sin embargo, persisten factores institucionales e idiosincrásicos que siguen identificando a cada sistema financiero nacional frente a los restantes. Al tiempo que las imperfecciones del mercado continúan perjudicando la financiación de determinados sectores de actividad, de ciertos segmentos de empresas y de la misma renovación del tejido empresarial mediante la creación de nuevas empresas. Las tecnologías

productivas maduraś o intermedias, la reducida dimensión de las empresas o la mayor probabilidad de desaparición de las empresas «jóvenes» no se valoran adecuadamente según los nuevos estándares de la competencia por el crédito o del acceso directo a los mercados. Y el resultado práctico es que muchos sectores y empresas siguen dependiendo en exceso del crédito y la financiación bancaria en general. Que no siempre se atiene, en cuantías y costes, a la posición objetiva de rentabilidad-riesgo de los proyectos de inversión planeados o de las empresas que los pretenden acometer.

La hipótesis de trabajo que se plantea en esta investigación es que esos factores diferenciales por países, en las nuevas relaciones «banca-industria», se relacionan con el grado de evolución de los sistemas financieros y con las estructuras institucionales preexistentes en ellos, pero también con las características de los sectores empresariales a cuya financiación atienden. Una hipótesis que ha inspirado diversas contrastaciones empíricas comparadas de los sistemas financieros internacionales, pero en las que ha primado el enfoque financiero frente a la perspectiva de las empresas no financieras, debido a la falta de información ad hoc y a la heterogeneidad de las variables de partida. En el caso de utilizarse datos macroeconómicos, porque no siempre se dispone de la desagregación del sector de «familias, entidades sin fines de lucro y empresas», o del detalle de los activos financieros en los que se materializa la estructura financiera del sector empresarial. En el caso de los enfoques microeconómicos, y sobre todo si se utilizan datos contables, porque existen dificultades casi insalvables para homogeneizar los principios, la metodología, los conceptos y las normas de presentación de los estados económico-financieros de las empresas en cada país. En uno y otro caso, además, las fuentes de información que ofrecen una aceptable homogeneidad se ven afectadas por la dilación con la que se puede disponer de los datos anuales, ya sea de empresas no financieras o ya de entidades bancarias.

Si a todo lo anterior se une la preocupación por conocer los efectos de la UEM sobre la financiación del sistema real, se pueden esbozar ya los objetivos que casi vienen exigidos a un trabajo como el presente: 1.º) caracterizar la evolución reciente y la situación actual de los sistemas financieros de los principales países desarrollados, tomando como referencia paradigmática los quince países de la UE, para *describir* los «roles» respectivos que juegan hoy en día los intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) y los mercados en la financiación de las empresas, así como esbozar sus líneas previsibles de evolución en el futuro; 2.º) *sintetizar y clasificar los grupos* de variables, económicas y financieras, que condicionan la competitividad internacional de los países (en particular, EE.UU., Japón, los quince países de la UE y otros países europeos de referencia, como Suiza y Noruega) y sus empresas, para contrastar la vigencia y características de las nuevas relaciones «banca-industria» y su vinculación con la financiación empresarial, y 3.º) *contrastar,* desde la perspectiva del sistema de información de las empresas no financieras y la metodología contable, los factores de los que depende la financiación bancaria en aquellos de los países antes citados para los que existe información razonablemente homogénea.

Para el cumplimiento de esos objetivos, se recurre a tres fuentes de información complementarias que, respectivamente, proporcionan datos comparables por países de la estructura y evolución de sus sistemas financieros, de las variables económicas y financieras que sintetizan su posición competitiva, y de los estados de estructura patrimonial y resultados de sus empresas no financieras. En el primer caso, se trata del informe del Banco Central Europeo (ECB, 1999), que toma los datos de la OCDE hasta 1997 para analizar *Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Run*. En el segundo, de los informes anuales *The World Competitiveness Yearbook*, del Institute for the Management Development de Lausana (IMD, 1999 y años anteriores), basado en los factores explicativos de la competitividad mundial comparada hasta 1997 (en algunos países y variables, hasta 1998). Y en el tercero, del Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised)*, surgido en 1985 a iniciativa de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG II) de la Comisión Europea, y que proporciona en su última base informática disponible (Proyecto BACH, 2000) los datos económico-financieros de las empresas de determinados países de la UE, EE.UU. y Japón hasta 1997 (en algunos países y variables, hasta 1998, y con diferentes series temporales y grados de desagregación sectorial de la información, también según países).

El análisis empírico que se hace de los datos de esas fuentes de información y la metodología que se aplica se atienen a sus respectivas características y niveles de desagregación. Así, en el primer caso, los datos agregados de la OCDE permiten tan sólo una aproximación descriptiva a la estructura y evolución reciente de los sistemas financieros de los países tratados. En el segundo, la serie de da-

tos que se ha elaborado con los sucesivos informes del IMD posibilita un tratamiento de la información mediante el análisis de agrupamientos (*cluster* jerárquico, con fijación del número de conglomerados), para detectar qué países presentan modelos de comportamiento en sus variables económicas y financieras que se diferencien en mayor medida de los modelos alternativos, así como un análisis de regresión por etapas para contrastar qué variables financieras explican la opinión de los agentes sobre la disponibilidad de crédito por parte de las empresas en los países considerados. Y en el tercero, la matriz de datos individualizados que se forma por el cruce de los criterios de año, sector de actividad y dimensión de las empresas del Proyecto BACH, permite la contrastación de modelos econométricos con datos de panel, que explican los factores determinantes del endeudamiento bancario en las empresas no financieras de diferentes países.

La estructura del trabajo, cuyo primer apartado es esta Introducción, se atiene a lo siguiente: el apartado II analiza «el papel comparado de los sistemas financieros en la financiación empresarial», para evaluar la vigencia actual de los modelos «banca-industria», sistematizar las ventajas e inconvenientes de la financiación directa o intermediada, y plantear la hipótesis de convergencia de los principales países hacia unas pautas uniformes en la financiación del sistema real, a tenor de los datos agregados disponibles; el apartado III trata la incidencia de «los factores financieros en la competitividad empresarial», tanto desde un punto de vista teórico como desde la consideración de los datos micro y macroeconómicos que definen los *rankings* comparados internacionales, y realiza sendos análisis exploratorios sobre las diferencias y similitudes que puedan existir entre las posiciones concretas de cada país; el apartado IV estudia y contrasta los «factores determinantes del apalancamiento bancario», mediante la propuesta y estimación econométrica de un modelo explicativo del crédito bancario a las empresas; y el apartado V, y último, sintetiza el contenido del trabajo y plantea las principales conclusiones que cabe extraer del mismo. Finalmente, se recogen las referencias bibliográficas citadas en el texto.

II. EL PAPEL COMPARADO DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

El papel básico del sistema financiero (Maroto, 1993) consiste tanto en garantizar el mecanismo de los pagos de una economía como en asignar y canalizar de manera eficiente el ahorro económico, desde los agentes con superávit hasta los agentes con déficit, mediante la contrapartida de la emisión por éstos de activos financieros. Este último proceso es el que puede realizarse de forma directa o indirecta: a través de los mercados de capitales, en los que los oferentes de ahorro o inversores proporcionan recursos financieros directamente a los demandantes de ahorro, o a través de los intermediarios financieros (entidades de depósito, entidades de crédito o bancos, y otros intermediarios no bancarios), que proporcionan de manera indirecta (mediante crédito bancario o préstamos privados, respectivamente) los recursos financieros demandados por los agentes con déficit.

Las empresas no financieras son (junto con las administraciones públicas) los agentes típicos con déficit, que concurren a la captación del ahorro (de las familias, como agentes típicos con superávit) mediante la emisión de activos financieros. Estos activos incorporan simultáneamente un derecho para el tenedor y una obligación para el emisor, y se emiten y negocian en mercados financieros; pero en su proceso de emisión, colocación y negociación juegan también un papel determinante los intermediarios financieros, al casar volúmenes, plazos y costes entre la oferta y demanda de fondos prestables. La financiación de las empresas implica, por tanto, un conjunto de decisiones en las que debe armonizarse la captación de recursos financieros con coste (la retribución del ahorro) con su colocación rentable en el ámbito productivo. Lo que implica mantener sendos equilibrios: de flujos esencialmente económicos, por los cuales la rentabilidad de los activos debe ser superior al coste de los pasivos, y de flujos esencialmente financieros, que adecuen en volúmenes y costes las colocaciones en el capital económico con las disponibilidades del capital financiero.

El sistema financiero, en definitiva, proporciona los recursos financieros que sustentan la actividad del sector empresarial, al tiempo que constituye el marco en el que se evalúan su estructura patrimonial y sus resultados. Le corresponde la asignación eficiente del ahorro, pero también la evaluación de la eficiencia interna de las empresas en la administración de su presupuesto de capital. De ahí la íntima conexión entre las finanzas de empresa y las características del sistema financiero. La estructura institucional de éste, su regulación y su eficiencia condicionan el acceso a la financiación por parte de las empresas, evalúan su clase de riesgo y definen su coste del capital. Bajo estos supuestos, la existencia de factores institucionales idiosincrá-

sicos y de imperfecciones de mercado, tales como la información asimétrica, los costes de insolvencia o los costes de agencia (Jensen y Meckling, 1976; Stiglitz y Weiss, 1981; Myers y Majluf, 1984) introducen restricciones financieras en la práctica que pueden afectar a los aspectos estrictamente económicos de la inversión empresarial y la creación de valor. Con lo que no sólo se incumple la teórica separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación de agentes individuales y empresas en mercados perfectos de capitales (Fisher, 1930; Modigliani y Miller, 1958), sino que también se condiciona el crecimiento empresarial, afectando con ello a la estructura competitiva de los mercados de bienes reales (Raymond, Maroto y Melle, 1999).

1. ¿Siguen estando vigentes los modelos «banca-industria?

Los denominados modelos «banca-industria» se insertan en el marco general de relaciones entre el sistema financiero y la economía. Se entienden como las formas concretas de relación entre el ahorro y sus colocaciones productivas, y dependen tanto de la primacía de la financiación directa o indirecta en los diferentes países como del proceso de consolidación de sus respectivos sistemas financieros y reales que ha conducido a ella. Tradicionalmente, son dos los modelos extremos que se consideran: 1) los que están orientados hacia la banca (y hacia otros intermediarios financieros, cada vez en mayor medida), y en los que las empresas recurren principalmente al crédito bancario (y hacia el préstamo privado, en el caso de otros intermediarios) para financiar sus proyectos de inversión, y 2) los sistemas orientados hacia el mercado, en los que las empresas financian sus inversiones con los recursos proporcionados directamente por los mercados financieros, mediante la contrapartida de sus emisiones públicas de acciones y deuda («bonos», en sentido usual), suscritas por los ahorradores o los inversores institucionales. Países como Japón, Alemania, Italia, Francia y España se suelen incluir en el primer modelo, en tanto que los países anglosajones, como Estados Unidos y Reino Unido, se consideran ejemplos paradigmáticos del segundo.

La mayoría de los especialistas coinciden en señalar que la preponderancia de uno u otro modelo de relaciones «banca-industria» depende de la historia económica del país de que se trate, de las necesidades de financiación de sus agentes inversores y de las opiniones de las autoridades reguladoras respecto a lo adecuado de una u otra configuración (Ochoa, 1993). Factores tales como la existencia de una clase empresarial interesada en la promoción industrial, el grado de desarrollo temprano del sistema financiero, la mayor disponibilidad de información, o la preocupación por la solvencia y estabilidad de las propias instituciones financieras son los que inducen a la banca a permanecer al margen de la financiación «permanente» de la industria. *Sensu contrario,* factores como la falta de iniciativas empresariales, los reducidos niveles de ahorro, la menor autofinanciación empresarial, la mayor concentración del accionariado en la estructura de la propiedad de las empresas, o la vocación de «accionistas activos» de la banca, son los que justifican su toma de participaciones y su inversión crediticia en las empresas no financieras de forma estable. Históricamente, en países como el Reino Unido las instituciones bancarias han rehusado participar en el capital de las empresas y han evitado la adquisición de riesgos industriales a largo plazo; en tanto que en Estados Unidos han sido las restricciones regulatorias impuestas históricamente (McFadden Act, 1927 y The Glass-Steagall Act, 1933) a su sistema bancario las que han motivado su fragmentación y especialización, con una limitada actividad crediticia. Por contra, en países como Alemania o España los bancos han mantenido una estrecha relación con algunos sectores o empresas, concediéndoles crédito, participando en su capital e involucrándose incluso de forma activa en su gestión.

El análisis de los modelos «banca-industria» no es el objetivo específico de este trabajo, pero sí constituye el punto de partida para justificar la tesis de que los cambios producidos en sus planteamientos originarios hacen converger los sistemas financieros hacia unas características comunes, derivadas de su propia evolución y desarrollo, que compatibilizan cada vez más las formas directas e indirectas de financiación al sector empresarial. La paulatina globalización de los mercados financieros y la universalización en la oferta de productos y en la prestación de servicios financieros han impulsado la desregulación, la desintermediación y la innovación financiera. Se ha acentuado la competencia entre mercados e intermediarios financieros por la captación y asignación del ahorro, y su importancia relativa depende más de la eficiencia comparada de los procesos que de particularidades institucionales o administrativas. Y, sin embargo, aún existen diferencias entre los sistemas financieros en comparación internacional; aunque dichas diferencias dependan y se justifiquen hoy en día más por variables a explorar y por modelos más complejos (en los que inciden las condiciones compe-

titivas de los sectores empresariales) a contrastar que por los factores originarios que permitían deslindar claramente la financiación directa de la intermediada.

2. ¿Financiación directa o intermediada?

La literatura disponible sobre las relaciones entre sistema financiero y sector real, ofrece múltiples ejemplos de esa preocupación por detectar y explicar las variables más representativas del nuevo entorno, desde los diferentes enfoques posibles: sistema financiero en su conjunto, estructura financiera de las empresas o actividad de los intermediarios financieros. Desde la perspectiva conjunta, por ejemplo, se propugna la eficacia comparada de los bancos frente a los mercados de capitales en cuanto a la posible financiación a largo plazo de las empresas no financieras, por su mayor vinculación con la gestión de éstas, su especialización en el análisis de riesgos y sus economías de escala (Mayer, 1988, 1990; Hellwing, 1991). Aunque la opinión contraria, de ventaja comparada de los mercados, también encuentra sus argumentos en que éstos permiten un mejor control que el de los bancos sobre el comportamiento de los gestores empresariales, al realizarse de forma continua (a través de las cotizaciones) y por un elevado número de (actuales o potenciales) inversores (Allen, 1993).

Otras consideraciones de índole global son las relacionadas con las asimetrías de información (entre oferentes y demandantes de fondos prestables), que se traducen en los conocidos problemas de selección adversa y riesgo moral. En estos casos, la ventaja de la asignación de los recursos por los intermediarios financieros es que se reduce la selección adversa mediante el análisis de riesgos, la exigencia de garantías («colaterales» en la terminología anglosajona) o la limitación del volumen del crédito. Los mercados, por su parte, minimizan el riesgo moral mediante la exigencia de una adecuada combinación entre recursos propios y deuda en el balance de los demandantes de fondos. Por último, y también con carácter general, los análisis comparativos entre las diversas formas de financiación intermediada ponen de manifiesto que la banca suele moverse por consideraciones de corto plazo, en los tipos y plazos de vencimiento de sus financiaciones, aunque con la posibilidad de sucesivas renovaciones, que les permiten renegociar las condiciones contractuales del crédito con los prestatarios atendiendo a la evolución de la coyuntura. Por el contrario, los inversores institucionales son más proclives a las colocaciones a tipos fijos y en el largo plazo, lo que representa ventajas en cuanto a menores costes de negociación y transacción para los prestamistas (menos especializados, por otra parte, en el análisis y seguimiento de riesgos), y mayor estabilidad en las condiciones financieras y mejores posibilidades de abordar inversiones a largo plazo para los prestatarios (De Nederlandsche Bank, 1999).

Desde el lado de las empresas, la descripción de las características de su estructura financiera en diferentes países y el análisis de los factores explicativos del endeudamiento empresarial muestran que las diferencias provienen tanto de las características de los sistemas financieros como de las particularidades de los sectores de operación y de la dimensión de las empresas (Rajan y Zingales, 1995). Al propio tiempo, el estudio de la diversificación hacia lo financiero emprendida por muchas grandes empresas las muestra como agentes activos de la desintermediación financiera convencional. La separación histórica entre bancos y empresas no financieras tiende a difuminarse por los procesos de concentración, la emergencia de economías de escala y de gama y la existencia de participaciones cruzadas (Saunders, 1994); y los negocios y actividades que desarrollan unas y otras entidades son cada vez más coincidentes, sobre todo en determinados sectores como el de la distribución comercial (Melle, 1997). De hecho, las actividades financieras y las estrategias de diversificación de muchas grandes empresas están cambiando progresivamente los modelos de relación «banca-industria» por otros de «industria-banca». Con variantes que incluyen la mera participación accionarial, la asunción del papel de acccionistas «de referencia» o «activos», las alianzas estratégicas, o la misma creación, como socios promotores, de entidades bancarias o financieras, en general.

Desde la perspectiva de los intermediarios financieros, por último, se reconocen sus ventajas como entidades especializadas en el proceso de recogida de información y en el control («monitorización») de las empresas que solicitan financiación; lo que les permite, como ya se ha indicado, reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral en la asignación de recursos por una multiplicidad de ahorradores (Leland y Pyle, 1977; Diamond, 1984). La delegación simultánea en los intermediarios financieros de la búsqueda de información y del ejercicio del control sobre el uso de los fondos induce en los prestatarios actuaciones que estén en sintonía («alineadas») con los objetivos de los prestamistas últimos (Edwards y Fischer, 1994); si bien esas ventajas comparativas de los intermediarios frente a los mercados tienden a di-

luirse ante el progresivo desarrollo de éstos y las crecientes gama y sofisticación de instrumentos existentes en ellos, que permiten una cada vez mejor diversificación del riesgo por parte de los ahorradores últimos. Además, se encuentran algunos inconvenientes específicos de la financiación crediticia en presencia de las habituales asimetrías de información, que radican en que, tras episodios o fases de restricción monetaria, el crédito se reduce en mayor medida que otras alternativas de financiación, y en que esa restricción crediticia se aplica sobre las empresas pequeñas y medianas, y no sobre las grandes (Watson, 1999).

3. Hacia la convergencia entre los modelos de financiación

Además de las anteriores consideraciones teóricas sobre el papel comparado de mercados e intermediarios financieros respecto de la financiación empresarial, el objeto de este apartado es el de mostrar cómo la evolución reciente de los sistemas financieros desarrollados conduce hacia formas híbridas de relación con los sistemas reales que, de hecho, suponen una convergencia entre las antaño formas extremas de relación «banca-industria». Sin embargo, el crédito bancario sigue mostrando una especial trascendencia en la financiación de las empresas, por lo que, además del estudio agregado que ahora se haga de él, será tratado de forma más detallada en apartados posteriores, para evaluar su conexión con otras variables financieras y económicas en sus efectos sobre la competitividad de los países, y para contrastar los factores que determinan su nivel y evolución en las empresas no financieras.

En la actualidad, todos los países de la UE muestran un peso relevante del crédito bancario en la financiación del sector privado (De Nederlandsche Bank, 1999). En ellos predomina la financiación indirecta y, dentro de ella, la de los intermediarios bancarios. En Italia y Alemania la financiación indirecta al sector privado ronda el 95 por 100 del total, y de ella son responsables los bancos en su 89 por 100. En Francia, la financiación indirecta es menor, el 85 por 100 del total al sector privado, pero en ella son también determinantes las entidades bancarias, que atienden al 85 por 100 de la anterior cifra. Otros países, como Holanda, presentan rasgos distintivos que aúnan el peso relevante de los intermediarios no bancarios (fondos de inversión y de pensiones, y compañías de seguros) con unos estrictos requisitos de acceso a su mercado de valores, lo que motiva que su financiación al sector privado sea indirecta en el 95 por 100 de los casos, pero que de ella respondan los bancos sólo en su 73 por 100. En Bélgica, por el contrario, la posición de los bancos es determinante, ya que ostentan el 90 por 100 de toda la financiación intermediada que, a su vez, es el 93 por 100 de toda la financiación al sector privado.

En el otro extremo de los modelos «banca-industria», la mayor importancia relativa de los mercados y de su financiación directa al sector privado se muestra en países como el Reino Unido y los Estados Unidos, que canalizan por esa vía alrededor del 20 por 100 de la financiación total al sector privado. Aún así, en ambos casos el peso de la financiación indirecta es también muy importante (el 80 por 100 en EE.UU. y el 81 por 100 en R.U.), aunque con rasgos claramente distintivos en cada caso. En el Reino Unido, los bancos realizan el 92 por 100 de la financiación intermediada, mientras que en los Estados Unidos bancos y «no bancos» son responsables al 50 por 100 de la misma.

Las diversas formas de financiación intermediada en el marco de referencia de los quince países de la UE muestran, en general, el elevado grado de «bancarización» (valores elevados de la *ratio* activos totales de las entidades crediticias respecto al PIB) de sus economías. El cuadro n.º 1 ofrece, a ese respecto, los datos comparativos más recientes sobre los balances y patrimonios, respectivamente, de las entidades de crédito y los inversores institucionales (fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones), relativizados por los correspondientes PIB de los diferentes países. Puede apreciarse así que, en todos los casos, los activos de las entidades bancarias sobrepasan las cifras de los PIB, y que en la mayor parte de ellos las duplican, con el caso extremo del Reino Unido, cuyos activos bancarios superan el 300 por 100 de su PIB, y que ofrece la paradoja (se trata de un modelo teóricamente «de mercado») de un grado de bancarización superior al de Alemania (teóricamente, «de banca»). Unas diferencias, entre ambos países, que se mantienen aun descontando de los balances de las entidades de crédito las posiciones interbancarias, ya que ofrecerían de esta forma una *ratio* de «activos netos de interbancario/PIB» del 280 por 100 en el Reino Unido y del 170 por 100 en Alemania. Por otra parte, hay que señalar la similitud que existe entre los grados de «bancarización» de Alemania y Francia, por una parte, y de Italia y España, por otra, sobre todo desde el punto de vista de sus respectivos sectores empresariales. El tamaño medio de las empresas en el caso de los dos primeros países (30-39 empresas por 1.000 habi-

CUADRO N.º 1

IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LOS PAÍSES DE LA UE: ACTIVOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES (FONDOS DE INVERSIÓN, COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES)

Datos expresados en porcentajes del PIB de cada país (1997 y 1995)

(Clasificados por los activos de las instituciones de crédito, en porcentajes de los respectivos PIB en 1997)

	1997 VALORES ABSOLUTOS EN PORCENTAJE DEL PIB			*1995 VALORES ABSOLUTOS EN PORCENTAJE DEL PIB*			*PORCENTAJE DE VARIACIÓN EN IMPORTANCIA RELATIVA 1995-1997*		
	Fondos inversión	*Seguros y pensiones*	*Entidades crédito*	*Fondos inversión*	*Seguros y pensiones*	*Entidades crédito*	*Fondos inversión*	*Seguros y pensiones*	*Entidades crédito*
Reino Unido	—	—	327,60	16,09	—	296,40	—	—	—
Irlanda	69,85	—	299,05	36,78	26,29	195,45	—	—	—
Bélgica	32,44	30,97	294,17	23,63	26,15	278,65	—	—	—
Alemania	24,72	36,99	255,82	16,33	32,28	222,95	29,62	–2,02	–1,86
Francia	—	45,00	244,60	33,00	40,00	224,00	—	—	—
Austria	22,55	26,49	238,38	14,26	23,20	230,59	47,37	6,47	–3,58
Holanda	19,00	146,00	227,00	16,00	124,00	194,00	1,25	0,30	–0,29
Dinamarca	8,00	69,00	220,00	5,00	66,00	203,00	47,80	–3,57	–0,03
Portugal	26,00	31,00	220,00	17,00	23,00	184,00	23,72	8,96	–3,31
Suecia	20,82	104,00	213,00	11,00	86,00	179,00	54,39	–1,19	–2,79
España	34,93	21,71	183,23	17,95	17,80	182,75	77,13	11,04	–8,67
Italia	18,90	19,40	155,40	7,20	17,40	150,00	136,89	0,50	–6,61
Finlandia	3,05	42,46	113,35	0,95	38,42	122,26	225,42	12,45	–5,67
Grecia	22,92	—	102,03	9,68	12,48	96,26	—	—	—
Luxemburgo	2.770,98	—	3.695,99	2.071,82	44,82	3.604,39	—	—	—

Nota: Para Alemania, los datos de 1997 de las compañías de seguros son provisionales.

Fuente: BANCO CENTRAL EUROPEO, 1999 (sobre datos OCDE).

tantes, según datos de Eurostat) es superior al de los dos últimos (50 empresas por 1.000 habitantes, según la misma fuente estadística de la UE), y el volumen de sus respectivas necesidades crediticias parece guardar cierta relación con el tamaño de los bancos que las cubren.

En cuanto a la importancia relativa de los inversores institucionales, sobre todo de los fondos de inversión, ésta crece de manera generalizada en todos los países según los datos disponibles para el período considerado (e incluso desde 1985, atendiendo a los datos ampliados de la OCDE). Contrasta con la pérdida de importancia relativa de las entidades de crédito en todos los países, y refleja de manera palpable el fenómeno de la desintermediación, que reduce progresivamente la cuota de los bancos en la financiación de la economía a favor de la cubierta por la inversión institucional. Algunos países, además, como Holanda y Suecia, ofrecen particularidades idiosincrásicas de preferencia por la financiación intermediada, que hace compatible un elevado peso tanto de las entidades de crédito como de las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Otros, como España e Italia, a partir de cifras inicialmente reducidas de inversión institucional, incrementan espectacularmente los patrimonios de sus fondos de inversión durante los últimos años, debido a los incentivos fiscales de su materialización en activos públicos destinados a la financiación de los déficit; lo que provoca un claro efecto de reducción de los depósitos bancarios, además del habitual «efecto expulsión» de la demanda de crédito privada.

Pero si el elevado grado de «bancarización» de los países de la UE tiende a reducirse, como ya se ha visto, por el crecimiento de los inversores institucionales, también tiende a hacerlo por otros muchos factores relacionados con la redefinición del propio negocio bancario ante un espacio financiero integrado (ECB, 1999). La ampliación de los mercados, la mayor competencia y la supresión de buena parte del negocio «internacional» que implica la moneda única acentuarán la continua disminución de los márgenes, y exigirán un nuevo posicionamiento competitivo de los bancos frente a los mercados, la implantación geográfica y la dimensión.

Ante un entorno de tipos de interés a la baja, con menores crecimientos o reducciones en los depósitos (por la competencia de la inversión institucional), y con dificultades crecientes en la selección de los mejores prestatarios para la inversión crediticia (por las mayores posibilidades de acceso a los mercados por parte de éstos), el *spread* del negocio típico de intermediación se reducirá aún más. Continuará la caída del margen de intermediación, que se cubrirá, en lo posible, con los ingresos no financieros derivados de la prestación de servicios, pero chocará con los excesos de capacidad que todavía existen en las redes de sucursales de determinados países, y que implican unos costes operativos elevados, y muy superiores, en cualquier caso, a los generados por la banca de inversión o por los nuevos canales de banca minorista (banca telefónica o banca electrónica). Y los resultados de todo ese proceso, cuyas líneas generales de tendencia se verifican con los datos de la OCDE (*Bank Profitability; Financial Statements of Banks*) desde los años ochenta, se traducirán, como es obvio, en una menor rentabilidad de las entidades bancarias.

Desde la perspectiva de este trabajo, los cambios que, de hecho, se están produciendo ya en el negocio bancario para salvaguardar la rentabilidad de las entidades están afectando sobre todo a la intermediación convencional, en la que juega un papel relevante la inversión crediticia. Los datos comparativos más recientes del crédito bancario, por países de la UE y prestatarios finalistas, en porcentaje de los activos totales de la banca en 1992 y 1997, se reflejan en el cuadro n.º 2. Estos datos confirman la continua reducción del crédito a las empresas no financieras en la casi totalidad (exceptuada Italia) de los países de la UE, y reflejan las particularidades idiosincrásicas que definen la posición de cada país. Sólo en los casos de Suecia, España e Italia el crédito empresarial representa el mayor peso entre las posibles asignaciones finalistas, y ello por motivos relacionados con sus respectivas estructuras institucionales. En Suecia, por la existencia de un pujante subsector de sociedades hipotecarias y financieras (éstas de menor importancia), en el que las primeras concentraban en ese período más del 50 por 100 de las inversiones crediticias, lo que explica también el elevado peso de los créditos a las familias. En España, por la vigencia e importancia del modelo de las cajas de ahorros, especializadas en una banca de proximidad que asigna su inversión crediticia sobre todo a familias y PYME. Y en Italia, por la herencia histórica de la especialización crediticia en empresas de determinados sectores de los antiguos institutos de crédito especial, y del negocio característico de las originarias cajas de ahorros; entidades todas ellas transformadas posteriormente en sociedades anónimas e integradas ya casi en su totalidad en grupos bancarios.

CUADRO N.º 2

CRÉDITOS DE LA BANCA DOMÉSTICA EN LOS PAÍSES DE LA UE
(Datos en porcentaje de los activos totales del sector bancario de cada país)

	EMPRESAS NO FINANCIERAS			*FAMILIAS*			*SECTOR PÚBLICO*			*OTROS BANCOS*		
	1992	*1997*	*Porcentaje variación 1992-1997*	*1992*	*1997*	*Porcentaje variación 1992-1997*	*1992*	*1997*	*Porcentaje variación 1992-1997*	*1992*	*1997*	*Porcentaje variación 1992-1997*
Suecia	52,06	42,30	–18,76	34,81	34,51	–0,85	6,59	4,86	–26,20	6,35	17,30	172,65
Finlandia	37,73	—	—	28,84	—	—	3,21	—	—	13,80	—	—
España	25,67	22,17	–13,66	20,10	20,68	2,85	14,61	15,91	8,87	23,67	21,11	–10,81
Italia	21,13	21,49	1,72	12,59	13,87	10,16	12,98	15,83	21,96	24,53	20,14	–17,88
Holanda	24,73	20,78	–15,97	16,96	23,44	38,15	11,40	8,88	–22,06	6,65	5,05	–24,12
Dinamarca	27,01	16,98	–37,14	12,96	10,09	–22,16	12,25	6,45	–47,34	7,61	17,58	130,99
Francia	22,41	16,26	–27,44	15,00	13,50	–10,00	2,74	6,78	147,04	25,16	29,83	18,57
Alemania	19,88	15,85	–20,27	24,62	23,82	–3,24	12,42	13,27	6,84	24,93	26,32	5,59
Bélgica	13,39	11,45	–14,50	11,70	10,59	–9,48	26,12	22,85	–12,55	8,35	11,00	31,67
Irlanda	—	9,93	—	—	12,13	—	—	2,77	—	—	13,70	—
Reino Unido	13,13	8,62	–34,38	21,13	18,01	–14,74	1,47	1,28	–13,03	14,25	15,57	9,27
Luxemburgo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9,01	12,46	38,32

Fuente: BANCO CENTRAL EUROPEO, 1999 (sobre datos OCDE), y elaboración propia.

El cuadro n.º 2 permite apreciar también otra característica idiosincrásica del crédito que conceden los bancos europeos, como es la del elevado peso de sus asignaciones al sector público. El caso de Bélgica es llamativo, y se relaciona también con la herencia de la estructura institucional de su sistema financiero, en la que existían bancos públicos especializados en la financiación privilegiada de la industria y la agricultura, y en la que las entidades privadas estaban volcadas tradicionalmente en la financiación del sector público. Pero también son relevantes las asignaciones crediticias al sector público en Alemania, Italia y España, países con importantes subsectores de cajas de ahorros, muchas de las cuales son de titularidad pública o están gobernadas por administraciones públicas. En cualquier caso, se trata de colocaciones con bajo riesgo que llevan aparejado un rendimiento menor que las realizadas en otros sectores «de mercado», y cuyo volumen tenderá a decrecer tanto por la reducción de las necesidades de cobertura de los déficit públicos (o de casos excepcionales, como fue la reunificación alemana) en el marco de estabilidad de la UEM como por el incremento de la competencia y la necesidad de reorientar las carteras crediticias hacia colocaciones más rentables.

Como resumen de todas las tendencias anteriores, puede deducirse que la inversión institucional juega todavía un modesto papel en la financiación de las empresas europeas, pero que su peso tenderá a incrementarse, tanto por sus ventajas comparadas ante el nuevo entorno financiero como por el previsible declive de la financiación crediticia. Los inversores aprecian cada vez más las ventajas financiero-fiscales de la inversión colectiva o de los planes de pensiones y seguros respecto de los depósitos bancarios, y la movilidad internacional de los capitales y la ampliación de los mercados en el área del euro estimularán los rendimientos de sus carteras y permitirán la diversificación internacional de sus riesgos. Ello tendrá algunas implicaciones relevantes respecto de la financiación empresarial y del papel de la banca en el sistema financiero. En el primer caso, porque la reducción de los déficit en los países de la zona euro tenderá a minorar paulatinamente la oferta de títulos públicos, lo que permitirá reorientar las carteras de los fondos hacia los activos emitidos por el sector privado, con los previsibles efectos favorables sobre el menor coste y los mayores plazos del endeudamiento de las empresas. Y en el segundo, porque los bancos tenderán cada vez más a asumir la gestión de la desintermediación («reintermediación») mediante el control de los recursos de los fondos de inversión a través de sociedades vinculadas, control que ya llega hasta el 80 por 100 del total de la inversión institucional en la mayor parte de los países de la UE. Lo que ilustra acerca del nuevo papel de la banca europea en la asignación de la financiación indirecta, y justifica la necesidad cada vez mayor de analizar sus resultados englobando tanto sus recursos administrados (en balance) como gestionados (fuera de balance).

En cuanto al crédito, la integración europea incrementará la tendencia a reducir sus asignaciones al sector público, tanto por las menores necesidades crediticias de las administraciones públicas como por la baja rentabilidad de estas carteras para las entidades bancarias. Pero el crédito también se enfrentará a nuevos retos en cuanto a sus asignaciones a las empresas. Por una parte, porque su concesión a empresas no financieras «preferenciales», de elevada solvencia, lleva aparejada una menor prima de riesgo y, por tanto, un menor rendimiento (Hurst, Perée y Fischbach, 1999). Por otra, porque su ponderación de riesgo lo incluye entre los recursos de imputación de capital del *Tier 1* (BIS), lo que penaliza su concesión por los bancos frente a la misma financiación que pudiera realizar un inversor institucional no bancario. Y, por último, porque si la competencia entre las entidades bancarias tiende a basarse cada vez más en términos de costes variables, debido a la implantación de las nuevas tecnologías en el negocio bancario, el mercado ampliado de la UE permitirá que coexistan grandes bancos universales con pequeñas entidades especializadas (Gual, 1999), lo que permitirá cubrir las necesidades financieras tanto de las grandes empresas europeas en el ámbito internacional como de las idiosincrásicas PYME en los respectivos mercados nacionales.

III. LOS FACTORES FINANCIEROS EN LA COMPETITIVIDAD EMPRESARIAL

La entrada en vigor de la tercera etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM) permite discriminar ya entre la mayor o menor competitividad de las empresas y sectores de los países de la UE. La integración constituye un reto estratégico que exige actuaciones eficientes por parte de todos los agentes económicos (que no están garantizadas por la mera ampliación del mercado potencial o la mayor estabilidad del nuevo cuadro macroeconómico), y de cuyos resultados dependen el crecimiento estable, el desarrollo económico y la cohesión social entre los europeos. La apuesta por la competitividad de la UEM resalta la importancia de los niveles de costes y precios como indicadores

de la eficiencia empresarial y evidencia la posición de ventaja comparativa que ostenta cada economía, en un mercado libre y mediante la actuación de sus empresas, para ganar, de manera sostenible, cuota de mercado en entornos abiertos e integrados, mientras aumenta a largo plazo la renta de sus ciudadanos (Durand, Simon y Webb, 1992).

La competitividad es un concepto complejo, y difícilmente definible, que se justifica en el ámbito agregado por las ventajas comparativas del cuadro macroeconómico de un determinado país, así como por la posición de mercado que ocupa cada una de sus empresas o entidades financieras. En el ámbito microeconómico, se concreta en la creación de valor para el mercado por parte de las empresas: tanto para sus accionistas o titulares *(shareholders)* como para los grupos de interés implicados por su actividad *(stakeholders).* Depende, por tanto, de sendas condiciones necesarias, como son la de la coherencia y estabilidad del cuadro macroeconómico y la de la apertura a la competencia de los sectores de operación, pero sin que éstas sean condiciones suficientes para justificar la administración eficiente de los capitales humano, productivo y financiero por parte de las empresas. Una administración de empresas, o *management,* que se convierte en factor determinante de la competitividad efectiva de los países y de sus sectores empresariales (Maroto, 1998).

Los aspectos financieros tienen una especial importancia en los análisis comparados de competitividad. En el nivel agregado, porque el sistema financiero debe acreditar no sólo la eficiencia global del proceso de asignación del ahorro económico al sistema real, sino también la eficiencia interna de los mercados e intermediarios que lo componen para adecuar la capacidad o necesidad de financiación de la economía con las variaciones de activos y pasivos financieros que constituyen el ahorro financiero neto. Y en el nivel de las empresas, porque la administración del capital financiero debe asegurar la correspondencia entre los flujos, plazos de vencimiento y *stocks* de los capitales económico y financiero, así como la cobertura del coste del capital con la rentabilidad del capital económico, habida cuenta de la clase de riesgo operativo de cada unidad económica.

Los informes anuales sobre competitividad mundial comparada de dos prestigiosas instituciones suizas, como son el World Economic Forum (WEF) de Ginebra (*The Global Competitiveness Report*), y el International Institute for the Management Development (IMD) de Lausana (*The World Competitiveness Yearbook*), son los habituales elementos de referencia que ilustran, entre otros factores, las repercusiones de las variables financieras sobre la posición competitiva de cada país. Incluyen factores agregados de competitividad, tanto macroeconómicos como eminentemente empresariales, que se calculan sobre un conjunto de variables económicas y financieras, y que pretenden sintetizar la eficiente conexión entre unas y otras (Maroto, 1994). Ambos informes (que estuvieron integrados en una única e inicial publicación, realizada conjuntamente por el IMD y el WEF, desde 1987 hasta 1996) se basan en diversos *rankings,* formados por indicadores que consideran datos cuantitativos (extraídos de estadísticas y censos) o cualitativos (obtenidos mediante encuestas de opinión) de cada país, y que se agrupan en factores sintéticos de competitividad, entre los cuales se encuentran la economía, la internacionalización, las finanzas, la administración de empresas y el sistema de ciencia y tecnología.

Pese a las similitudes que existen entre los mencionados informes, el del IMD ofrece sendas ventajas relativas para el análisis exploratorio que ahora se pretende realizar. La primera, que otorga mayor peso a los indicadores cuantitativos (2/3 del total son competitividad «medida») que a los cualitativos (1/3 del total son competitividad «percibida» por más de 4.300 agentes de todos los países), lo que reduce la subjetividad de sus indicadores. Y la segunda, que entiende la competitividad como una cualidad eminentemente empresarial, pero que se sustenta sobre las características competitivas de cada entorno nacional, en la línea de las ideas expuestas previamente en este apartado. De ahí que sea éste el informe que ahora se tome como referencia para los comentarios que siguen sobre la competitividad comparada de los quince países de la Unión Europea.

Con una perspectiva amplia, el cuadro n.º 3 muestra el *ranking* general de competitividad de los países de la UE durante los tres últimos años, atendiendo a los ocho factores sintéticos que se utilizan por el IMD, y en el que cada cifra representa el lugar que ocupa el país de que se trate (47 países, en la edición de 1999), en cada año, en la correspondiente clasificación factorial. A la vista de sus datos, se puede apreciar la difícil tarea de la convergencia real en la UE para armonizar disparidades tan ostensibles de competitividad como las que todavía existen entre los países que la componen. Aun sin considerar a Luxemburgo por sus especiales características de dimensión, los diferentes factores de competitividad muestran sistemáticamente países europeos tanto en los primeros como en los últimos lugares mundiales. En el caso extremo,

CUADRO N.º 3

RANKING GENERAL DE COMPETITIVIDAD DE LOS PAÍSES DE LA UE
Años 1997-1999

	ECONOMÍA DOMÉSTICA			INTERNACIONALIZACIÓN			GOBIERNO			FINANZAS			INFRAESTRUCTURA			ADMINISTRACIÓN			CIENCIA Y TECNOLOGÍA			POBLACIÓN		
	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997	1999	1998	1997
Alemania	11	21	26	7	8	7	31	36	25	6	7	9	6	7	7	18	20	25	4	3	3	20	21	19
Francia	13	36	29	9	10	10	40	42	35	17	16	16	16	14	15	24	23	20	7	4	4	23	23	25
Italia	23	29	30	13	19	27	45	44	44	27	29	34	28	28	32	27	26	27	29	31	35	29	26	27
Reino Unido	26	19	19	4	5	4	19	10	8	12	6	8	17	17	16	20	18	14	14	17	14	24	25	23
España	24	31	33	14	18	14	13	23	21	14	21	22	22	25	21	23	28	28	26	30	27	22	27	26
Holanda	7	13	16	6	6	6	18	17	22	3	2	2	7	8	12	2	3	4	8	11	12	12	9	10
Bélgica	15	32	28	10	9	8	43	45	43	15	18	17	18	18	18	17	15	22	18	16	15	18	20	15
Suecia	27	26	31	15	14	11	39	35	38	13	13	14	5	4	4	6	6	6	5	15	21	17	17	17
Austria	14	37	27	22	25	18	24	32	26	20	20	21	11	12	14	22	25	21	21	22	19	8	12	9
Dinamarca	10	14	18	12	12	9	22	20	23	5	4	4	9	5	5	11	8	5	9	14	23	2	2	3
Finlandia	4	20	23	11	11	13	10	15	15	8	8	13	2	3	3	3	5	8	6	6	6	1	3	1
Grecia	25	33	38	32	35	33	36	43	40	31	34	33	35	37	37	31	36	32	31	33	34	30	29	30
Portugal	21	35	40	19	13	15	25	29	30	21	22	27	27	32	35	34	39	43	38	38	43	25	31	32
Irlanda	2	6	5	8	7	12	5	6	12	16	15	20	23	23	22	7	10	12	11	8	7	21	19	20
Luxemburgo	3	11	4	3	4	5	7	11	24	2	5	7	15	16	17	12	16	16	20	18	17	10	14	18

Fuente: INTERNATIONAL INSTITUTE FOR MANAGEMENT DEVELOPMENT, *The World Competitiveness Yearbook* (1999), y elaboración propia.

hasta 40 puestos separan a Irlanda (5.º en 1999) de Italia (45.º en ese año) en el *ranking* del factor «gobierno» (que incluye gasto público y deuda, regulación e intervención gubernamentales, política fiscal y sistema judicial), e incluso en el caso de menor dispersión, 25 puestos son los que median entre Irlanda (2.º en 1999) y Suecia (27.º en ese año) en el factor «economía doméstica» (que considera las principales macromagnitudes de valor añadido, inversión, ahorro y consumo final, así como el coste de la vida para los ciudadanos, los resultados de los sectores económicos y la adaptabilidad de la economía).

En el caso de los factores que reflejan más directamente la relación entre el sistema financiero y la financiación empresarial, las diferencias son menores, aunque igualmente significativas. En el factor «finanzas» (que considera la eficiencia del sector bancario, el dinamismo del mercado de capitales, y la disponibilidad de capital y su coste para las empresas), la distancia entre Holanda (3.º mundial en 1999) y Grecia (31.º en ese año) es de 28 puestos en el *ranking;* en tanto que son 32 los lugares que separan la «administración» o *management* (productividad, eficiencia, costes laborales, cultura corporativa y *performance*) de las empresas holandesas (2.º puesto mundial en 1999) y portuguesas (34.º en ese año). Ello muestra el menor desfase relativo que existe en las variables financieras, como resultado del mayor grado de eficiencia alcanzado por los sistemas financieros de los países de la UE, respecto de sus correspondientes sectores empresariales.

Con una perspectiva temporal, no obstante, la evolución que muestran los factores de competitividad reseñados en el cuadro n.º 3 evidencia los efectos favorables inducidos por la convergencia nominal y la entrada en vigor de la tercera etapa de la UEM. Entre 1997 y 1999, y de nuevo sin considerar el caso de Luxemburgo, la mayoría de los países de la UE gana posiciones en todos los factores, salvo en población e internacionalización (sólo mejoran cinco países en cada uno de ellos). El efecto es patente, sobre todo en la fortaleza de las economías domésticas, ya que mejoran de posición los cuadros macroeconómicos de trece países (de hecho, tan sólo pierde posiciones el Reino Unido, excluido por voluntad propia del euro), pero también en las finanzas y la administración de empresas, factores sintéticos de competitividad en cada uno de los cuales mejoran posiciones ocho países. Además, la convergencia logra reducir el desfase relativo entre los países de la UE, y ello no sólo en las variables macro (objetivo prioritario de la convergencia nominal), en las que se reduce en diez posiciones la diferencia entre el primero y último de los países en la correspondiente clasificación, sino también en *management* (desfase

inferior en siete posiciones), ciencia y tecnología (desfase inferior en seis posiciones), finanzas (desfase inferior en cuatro posiciones), población (desfase inferior en dos posiciones) e infraestructura (desfase inferior en una posición). Por el contrario, es de destacar que en el factor gobierno se amplían las diferencias entre el primero y último de los países europeos hasta en cuatro posiciones en los tres años considerados, debido sobre todo a la peor posición en el *ranking* del Reino Unido, Alemania, Francia e Italia.

A pesar del esfuerzo de convergencia, sin embargo, las diferencias en competitividad subsisten, y el cuadro n.º 4 permite profundizar algo más en sus causas a través de algunas de las variables que se consideran para el cálculo de los factores sintéticos. Así, las favorables posiciones que muestran los países de la UE en el factor que sintetiza sus cuadros macroeconómicos son, en general, mejores que las de algunas de las variables que los componen, y su ajuste competitivo suele corresponder a los sistemas financieros nacionales. Es el caso de la relativa escasez del ahorro económico nacional (salvo en Holanda, Finlandia y Luxemburgo), sobre todo si se relaciona con la posición fuertemente inversora de casi todos los países (exceptuados Bélgica y Portugal). Y ello, unido a las elevadas inversiones directas que se realizan en el exterior (sobre todo en países como el Reino Unido, Alemania o Francia), muestra de manera implí-

CUADRO N.º 4

ALGUNAS VARIABLES DE COMPETITIVIDAD EN LOS PAÍSES DE LA UE
Año 1999

	Alemania	*Francia*	*Italia*	*R. Unido*	*España*	*Holanda*	*Bélgica*	*Suecia*	*Austria*	*Dinamarca*	*Finlandia*	*Grecia*	*Portugal*	*Irlanda*	*Luxemburgo*
ECONOMÍA NACIONAL	11	13	23	26	24	7	15	27	14	10	4	25	21	2	3
Valor añadido	5	7	21	16	22	12	19	14	9	10	15	25	23	2	3
Inversiones	5	10	19	9	18	31	38	28	30	33	23	27	35	11	16
Ahorro	21	19	32	43	24	12	23	39	22	37	5	35	30	17	6
Resultados de los sectores económicos	14	12	10	11	40	15	4	27	24	17	16	6	18	2	32
INTERNACIONALIZACIÓN	7	9	13	4	14	6	10	15	22	12	11	32	19	8	3
Export. bienes y servicios	9	10	19	5	12	17	18	26	23	29	33	43	41	8	4
Import. bienes y servicios	23	24	27	14	40	29	32	33	25	22	28	6	19	31	5
Inversiones directas en el exterior	6	4	27	3	23	8	14	12	41	38	44	42	25	29	18
FINANZAS	7	17	27	12	14	3	15	13	20	5	8	31	21	16	2
Coste del capital	3	8	18	22	13	2	10	14	5	6	9	36	17	12	4
Disponibilidad de capital	4	14	27	10	13	1	5	7	18	2	3	22	19	8	9
Dinamismo del mercado de capitales	10	17	34	4	22	8	27	9	24	11	15	36	29	18	20
Eficiencia del sector bancario	7	24	29	18	10	8	15	16	19	11	12	37	23	26	1
INFRAESTRUCTURA	6	16	28	17	22	7	18	5	11	9	2	35	27	23	15
Infraestructura básica	3	12	36	19	20	6	4	16	9	7	13	33	30	24	8
Infraestructura tecnológica	13	19	27	14	26	10	23	4	16	8	2	32	30	22	18
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS	18	24	27	20	23	2	17	6	22	11	3	31	34	7	12
Productividad	19	6	5	10	20	12	2	18	21	13	9	27	34	7	4
Costes laborales	45	37	30	34	25	36	41	28	40	39	32	18	15	27	44
Resultados empresariales	3	20	27	15	22	8	21	12	18	10	7	30	28	19	16
Eficiencia de la administración	14	32	35	20	29	1	18	5	17	10	7	33	30	11	6
CIENCIA Y TECNOLOGÍA	4	7	29	14	26	8	18	5	21	9	6	31	38	11	20
Gastos en I+D	5	6	24	11	25	10	14	4	19	8	7	38	35	23	21
Personal en I+D	4	5	27	13	24	20	23	12	22	15	7	37	42	25	29
Administración tecnológica	17	18	36	23	28	4	20	12	25	5	1	27	32	13	14
POBLACIÓN	20	23	29	24	22	12	18	17	8	2	1	30	25	21	10
Características de la fuerza de trabajo	2	12	33	22	18	8	17	25	6	4	3	35	23	36	21
Empleo	33	40	41	24	45	28	43	30	36	22	29	38	31	44	17
Desempleo	9	21	36	20	43	6	30	7	2	4	16	37	13	26	1

Fuente: INTERNATIONAL INSTITUTE FOR MANAGEMENT DEVELOPMENT, *The World Competitiveness Yearbook* (1999), y elaboración propia.

cita la trascendencia de los flujos internacionales de capital y el peso de los sistemas financieros en su canalización y asignación. Cuestión que también se puede comprobar desde la perspectiva de la financiación de los importantes flujos comerciales que se verifican en el área de la UE, fuertemente internacionalizada, con un papel relevante de las exportaciones (salvo en Grecia o Portugal), pero también con un elevado peso de las importaciones (con especial incidencia en España).

Atendiendo a las variables económicas que reflejan la posición competitiva de sectores y empresas, los países de la UE muestran asimismo una favorable posición en la generación de valor añadido, pero sin que ello repercuta de manera uniforme en los resultados de sus sectores económicos (sobre todo en España) ni en la administración de sus recursos tecnológicos (sobre todo en Italia y Portugal). Y en esto también influye la funcionalidad y eficiencia de los sistemas financieros, por sus posibles carencias de financiación hacia determinados sectores o segmentos de empresas (cuestión que afecta a los países con PYME de menor dimensión media, como son Grecia, Portugal, Italia y España), o por sus limitaciones en la financiación de inversiones en «intangibles», como la tecnología (que muestra posiciones peores en ocho países que las que éstos ofrecen en el factor de infraestructuras).

La comparación entre variables económicas y financieras en el nivel microeconómico apunta, finalmente, algunas claves del porqué de las diferencias de competitividad en el área de la UE. Las características de la fuerza laboral y su productividad sitúan a casi todos los países europeos (son excepción Irlanda, Grecia e Italia) en posiciones ventajosas, pero los costes laborales en ciertos casos (Alemania, Bélgica, Austria o Francia) o la ineficiencia del *management* en las empresas no financieras en otros (Italia, Grecia, Francia, Portugal o España) penalizan los resultados empresariales y el empleo (con posiciones relegadas en el *ranking* mundial de prácticamente todos los países de la UE). En contraposición, la eficiencia del sector bancario de los diversos países suele ofrecer mejores posiciones que las del sistema real (salvo en «modelos» como los de Holanda o Suecia, en los que debe recordarse la especial incidencia de la inversión institucional), lo que, unido a un dinamismo cada vez mayor de los mercados de capitales, parece asegurar una adecuada disponibilidad de financiación, aunque no siempre un coste del capital adecuado para que las empresas la canalicen hacia proyectos de inversión productiva.

Del análisis descriptivo de los datos de competitividad comparada del IMD se deducen así una serie de percepciones acerca de los desfases que existen aún entre los países de la UE, pero también sobre su paulatina reducción al hilo del proceso de convergencia nominal y del propio incremento de la competencia. Igualmente, se observan desfases en la relación entre las variables macroeconómicas, las funciones de los sistemas financieros y el *management* en el nivel de las empresas e instituciones financieras, que también parecen tender hacia unas mayores homogeneidad y eficiencia en sus relaciones. De ahí el análisis exploratorio que seguidamente se plantea para verificar si tales percepciones se sustentan sobre un análisis estadístico de las variables más representativas. En primer lugar, para buscar agregados diferenciados de países, cuyas características distintivas se comparen con los tradicionales modelos «banca-industria», para analizar la vigencia de éstos o su evolución hacia modelos más complejos. Y en segundo lugar, y considerando la actualidad e importancia del crédito bancario en la generalidad de países europeos, para detectar las variables mayormente explicativas del mismo, dentro de los nuevos planteamientos de la financiación del sistema real.

1. Análisis exploratorio: definición de variables

Los informes anuales del IMD, entre 1993 y 1999, son las fuentes de información de las que se ha extractado el cuadro de 26 variables (21 de ellas cuantificadas y el resto encuestadas) que se definen y describen estadísticamente en el cuadro número 5. Se refieren al período 1993-98 y abarcan los quince países de la UE, además de otros dos países europeos de comparación, Suiza y Noruega, y de las habituales referencias en materia de competitividad y de relaciones «banca-industria», como son Estados Unidos y Japón. La selección de variables se ha realizado mediante un proceso subjetivo, en el que se ha tenido en cuenta su mayor potencial explicativo de las relaciones entre la economía y el sistema financiero; y en el que, además, se han omitido aquellas variables que, aun siendo potencialmente relevantes, carecían de observaciones en un número significativo de años o de países. Aún así, como puede apreciarse en el total de observaciones de cada variable, las características de esta fuente de información han impedido un mismo grado de representatividad para todas ellas; si bien ésta no se requiere, en sentido estricto, por la metodología empleada.

CUADRO N.º 5

DEFINICIÓN Y ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS VARIABLES PARA EL ANÁLISIS EXPLORATORIO (*Cluster* y Regresión)

Variables	*Símbología*	*N*	*Mínimo*	*Máximo*	*Media (x*)*	*Desv. típ. (σ)*	*σ/x**
CUANTIFICADAS (MILES DE MILLONES $, SALVO OTRA INDICACIÓN)							
Producto Interior Bruto	PIB	112	16,10	8.508,90	1.070,99	1.855,07	1,73
Renta per cápita	RPC	112	7.167,00	43.588,00	24.092,69	8.659,67	0,36
Crecimiento real del PIB (porcentaje)	CRP	112	–3,38	10,30	2,14	2,02	0,95
Crecimiento real de la renta per cápita (porcentaje)	CRR	112	–2,75	9,99	1,83	1,85	1,01
Indice precios de consumo (tasa media anual) (porcentaje)	IPC	112	0,00	14,10	2,59	2,06	0,79
Flujos de inversiones directas en el exterior	FEX	88	0,00	121,84	14,62	21,33	1,46
Stocks de inversiones directas en el exterior	SEX	85	0,03	907,50	142,20	186,34	1,31
Flujos de inversiones directas del exterior	FDX	90	–3,18	93,45	8,73	15,63	1,79
Stocks de inversiones directas del exterior	SDX	90	3,92	720,79	93,71	139,80	1,49
Deuda pública del gobierno central	DPC	82	0,40	2.842,70	494,27	767,02	1,55
Deuda pública del gobierno central (porcentaje del PIB)	DPP	82	3,29	113,40	44,36	27,43	0,62
Superávit/déficit presupuestario del gobierno central	DFC	94	–254,03	8,18	-30,90	45,74	–1,48
Superávit/déficit presupuestario del gobierno central (porcentaje del PIB)	DFP	94	–21,26	7,40	-4,12	4,42	–1,07
Tipo de interés real a corto plazo	TCP*	107	–1,18	9,20	3,25	2,26	0,70
Calificación crédito país	RAT*	112	48,60	93,40	81,04	10,38	0,13
Factoring (porcentaje de las ventas)	FCT*	89	0,02	3,51	0,63	0,56	0,88
Capitalización mercado bursátil	CAP*	76	17,06	8.607,40	855,15	1.877,15	2,20
Valores negociados en Bolsa (media últimos 2 años) ($ per cápita)	VAL*	111	221,00	56.509,00	7.011,51	9.226,00	1,32
Número de empresas nacionales cotizadas	EMP*	111	54,00	8.851,00	878,21	1.858,46	2,12
Activos del sector bancario (porcentaje del PIB)	ATM*	57	47,83	587,27	134,29	114,81	0,85
Spread tipos (préstamos menos depósitos) (porcentaje)	SPR*	82	1,85	13,60	4,97	2,47	0,50
ENCUESTADAS (PUNTUACIÓN 1 A 10)							
Coste del capital no disuasorio de lo económico	CCE*	112	1,15	8,97	6,33	1,89	0,30
Crédito bancario flúido hacia las empresas	CBE*	112	2,86	8,70	6,34	1,32	0,21
Bolsa y su adecuada financiación a las empresas	BVE*	93	2,74	8,57	6,11	1,38	0,23
Capital riesgo disponible para el desarrollo empresarial	CRE*	111	2,63	8,46	5,45	1,36	0,25
Recursos financieros para el desarrollo tecnológico	IDE*	112	2,85	7,97	5,77	1,22	0,21

Nota: Las variables señaladas con (*) se consideran «financieras».

Fuente: The World Competitiveness Yearbook (años 1993-1998). Elaboración propia.

Los estadísticos descriptivos, por sí mismos, permiten confirmar algunas de las apreciaciones formuladas previamente acerca del peso de los mercados o de los intermediarios bancarios en los modelos extremos «banca-industria», y sobre la tendencia a la homogeneización inducida por el proceso de convergencia y el incremento de la competencia en la UE. En primer lugar, y considerando el detalle por países, la importancia de los mercados sigue siendo determinante en EE.UU. y Reino Unido, pero también en Japón, como resultado de sus respectivas funciones de centros financieros internacionales basados en el dólar, la libra y el yen. Pero, en cuanto a su importancia relativa, los valores medios de capitalización bursátil durante el período muestran que el peso del mercado de los EE.UU. multiplica por 11 el peso del mercado alemán, el del Reino Unido lo hace por 2,5, y el de Japón por 3,8; en tanto que, entre los países del euro, la capitalización media del mercado francés, el segundo en importancia tras del alemán, supone el 85 por 100 de la capitalización de éste. En cuanto a los activos totales de los principales sectores bancarios, Alemania y Japón ofrecen un peso medio similar durante el período, respecto del cual los sectores bancarios del Reino Unido y de los EE.UU. suponen tan sólo el 90 y el 50 por 100, respectivamente. A ese respecto, hay que destacar también la importancia de los sectores bancarios de dos países «atípicos» en la intermediación financiera como son Luxemburgo y Suiza, ya que los activos totales del sector bancario del primero multiplican

por cuatro los de Alemania o Japón, y los del segundo, por 1,5.

Por lo que se refiere a los procesos de convergencia, las *ratios* de desviación típica por unidad de valor medio muestran que la mayor similitud entre variables se produce en la renta per cápita, el IPC, el porcentaje de deuda pública sobre el PIB, el tipo de interés real a corto plazo, la calificación crediticia de los países y el *spread* de tipos. Cuestión nada sorprendente si se considera que el nivel de precios, la deuda pública o los tipos de interés formaban parte del cuadro de indicadores para el seguimiento de la convergencia nominal, y que incidían de manera directa en el *rating* de cada país. En cuanto al *spread* entre los tipos activos y pasivos, su convergencia entre países muestra el resultado de la mayor competencia entre los sectores bancarios en un espacio financiero integrado. Todo ello, con unos efectos económicos y sociales como los que trasluce la cada vez mayor homogeneidad de la renta per cápita en los países considerados.

Las mayores divergencias, por el contrario, se ofrecen en dos variables representativas de los mercados, como son la capitalización bursátil y el número de empresas nacionales cotizadas. Reflejan las diferencias ya apuntadas entre los principales mercados, y se muestran muy superiores a las que ofrecen los sectores bancarios en perspectiva comparada. A ese respecto, además, las opiniones de los agentes (variables encuestadas) parecen ofrecer un sesgo optimista, ya que evidencian las menores *ratios* de dispersión de todo el cuadro de variables (y, por tanto, permiten una menor discriminación entre países), muestran unos valores para dichas *ratios* que son muy similares entre sí y, en todo caso, traslucen una visión homogénea y relativamente favorable sobre la financiación empresarial que contrasta con la heterogeneidad de los sistemas financieros que la proporcionan.

2. Resultados del análisis de conglomerados

El procedimiento seguido para detectar la posible existencia de pautas de disimilitud entre grupos, atendiendo al tamaño relativamente reducido del conjunto de variables enunciadas por países y años, ha sido el de conglomerados (análisis *cluster*) jerárquico, utilizando como medida la distancia euclídea al cuadrado:

$$D^2 (X, Y) = \sum_i (X_i - Y_i)^2$$

El método de conglomeración empleado ha sido el de vinculación promedio (inter-grupos), y el número de conglomerados se ha fijado opináticamente en seis, teniendo en cuenta los resultados y coeficientes del historial de conglomeración. En cuanto a la variable criterio para la clasificación, se ha elegido la correspondiente a cada país y año. Los resultados de los análisis realizados, considerando todas las variables, o sólo las que se han estimado como «financieras», se muestran en el cuadro número 6. En ambos resultados se ha reflejado el historial de conglomeración, de entre dos y seis grupos, al objeto de detectar las formaciones de grupos disímiles de países desde las primeras etapas del proceso.

Con arreglo a ello, la tabla A) del cuadro n.º 6, que supone la inclusión de todas las variables (21 cuantificadas y 5 encuestadas) y la acotación a seis grupos, pone de manifiesto la especificidad (por diferenciación con los restantes) de los modelos económico-financieros de países como Suiza (con *cluster* propio desde la primera etapa, de dos grupos), Estados Unidos (desde la segunda, ya con tres grupos), España y Portugal (desde la tercera, con cuatro grupos), o Japón y Noruega (desde la cuarta, con cinco grupos). De igual forma, la aparición de tan sólo los años 1996 y 1997 (para el 1998 no se dispone de todos los datos, como ya se indicó) en los trece países resultantes sustenta la percepción de que las mayores integración y competencia tienden a motivar pautas de comportamiento por países que son cada vez más específicas frente a los restantes, y que ese proceso se acentúa además con el proceso de convergencia. Por países componentes, y además de los cuatro grupos ya indicados, los dos restantes son los que incluyen a Holanda y Suecia, por una parte, y a Alemania, Francia, Italia, Bélgica y Finlandia, por otra.

La tabla B) del cuadro n.º 6, refleja los resultados de aplicar la misma metodología que se ha descrito a tan sólo trece variables de carácter esencialmente financiero (8 cuantificadas y 5 encuestadas), al objeto de detectar las diferencias por países de los sistemas financieros y de las aplicaciones concretas de éstos a la financiación empresarial. En este caso, el análisis de conglomerados muestra también sólo los años 1996 y 1997, y la pronta diferenciación de los modelos financieros de Suiza, Estados Unidos y Japón, como sucedía al considerar todas las variables económicas y financieras, pero también la de los modelos de Suecia y Holanda. En cuanto a los dos grupos restantes, están constituidos en este segundo análisis por Alemania, Francia, Dinamarca y Noruega, y por Italia, España, Bélgica, Finlandia, Grecia, Portugal e Irlanda, respectivamente. Lo que evidencia tanto un cambio en la composición de los *clusters* como la

CUADRO N.º 6

CONGLOMERADOS DE PERTENENCIA
Método de conglomeración: Vinculación Intergrupos
Medida: Distancia Euclídea al cuadrado

A) CONGLOMERADO DE PERTENENCIA (TODAS LAS VARIABLES)

PAÍS/AÑO	NÚMERO DE CONGLOMERADOS				
	Seis	Cinco	Cuatro	Tres	Dos
2:EE.UU.97	1	1	1	1	1
3:EE.UU.96	1	1	1	1	1
8:JAP97	2	2	2	2	1
9:JAP96	2	2	2	2	1
14:ALE97	3	3	2	2	1
15:ALE96	3	3	2	2	1
20:FRA97	3	3	2	2	1
21:FRA96	3	3	2	2	1
32:ITA97	3	3	2	2	1
33:ITA96	3	3	2	2	1
38:ESP97	4	4	3	2	1
39:ESP96	4	4	3	2	1
44:HOL97	5	3	2	2	1
45:HOL96	5	3	2	2	1
50:SUI97	6	5	4	3	2
51:SUI96	6	5	4	3	2
56:BEL97	3	3	2	2	1
57:BEL96	3	3	2	2	1
62:SUE97	5	3	2	2	1
63:SUE96	5	3	2	2	1
80:NOR97	2	2	2	2	1
81:NOR96	2	2	2	2	1
86:FIN97	3	3	2	2	1
87:FIN96	3	3	2	2	1
98:POR97	4	4	3	2	1

B) CONGLOMERADO DE PERTENENCIA (VARIABLES FINANCIERAS)

PAÍS/AÑO	NÚMERO DE CONGLOMERADOS				
	Seis	Cinco	Cuatro	Tres	Dos
2:EE.UU.97	1	1	1	1	1
3:EE.UU.96	1	1	1	1	1
8:JAP97	2	2	2	2	1
9:JAP96	2	2	2	2	1
14:ALE97	3	3	3	2	1
15:ALE96	3	3	3	2	1
20:FRA97	3	3	3	2	1
21:FRA96	3	3	3	2	1
32:ITA97	4	3	3	2	1
33:ITA96	4	3	3	2	1
38:ESP97	4	3	3	2	1
39:ESP96	4	3	3	2	1
44:HOL97	5	4	2	2	1
45:HOL96	5	4	2	2	1
50:SUI97	6	5	4	3	2
51:SUI96	6	5	4	3	2
56:BEL97	4	3	3	2	1
57:BEL96	4	3	3	2	1
62:SUE97	2	2	2	2	1
63:SUE96	2	2	2	2	1
74:DIN97	3	3	3	2	1
75:DIN96	3	3	3	2	1
80:NOR97	3	3	3	2	1
81:NOR96	3	3	3	2	1
86:FIN97	4	3	3	2	1
87:FIN96	4	3	3	2	1
92:GRE97	4	3	3	2	1
93:GRE96	4	3	3	2	1
98:POR97	4	3	3	2	1
99:POR96	4	3	3	2	1
104:IRL97	4	3	3	2	1
105:IRL96	4	3	3	2	1

Fuente: The World Competitiveness Yearbook (años 1993-1998). Elaboración propia.

aparición en ellos de países como Grecia, Irlanda y Dinamarca.

Dado el carácter exploratorio de la información que tiene esta técnica, los resultados no pueden ser concluyentes, si bien motivan algunas consideraciones de cierto interés, en términos de competitividad comparada:

1.ª) Los agrupamientos de los países difieren según que se consideren variables económicas y financieras o éstas tan sólo; lo que puede tomarse como indicio de posibles diferencias entre los grados de eficiencia de los sistemas financieros y de las economías (y de su financiación efectiva) en general.

2.ª) El carácter claramente idiosincrásico que siguen teniendo las economías y los sistema financieros de los EE.UU., Japón y Suiza, que, sin embargo, no se atienen a un modelo de relaciones «banca-industria» único, ya que en EE.UU. y Suiza tienen un peso predominante los mercados, en tanto que en Japón lo tienen tanto los mercados como los intermediarios bancarios.

3.ª) La especificidad que ya tienen los modelos económico-financieros de Suecia, Noruega y Holanda, que se caracterizan por sendos sistemas financieros en los que tienen un elevado peso los inversores institucionales, que compensan la relativa menor importancia de sus mercados. A ese respecto, es también de destacar la heterogeneidad que se observa entre los países nórdicos, que siempre aparecen clasificados en grupos diferentes.

4.ª) La diferenciación que se produce entre los sistemas financieros de países con una dimensión media reducida en sus empresas, como son Portugal, Italia, Grecia y España, con respecto a aquellos otros cuya dimensión media empresarial es muy superior, como Alemania y Francia. Lo que puede indicar la vinculación entre la funcionalidad del sistema financiero y las características del sector empresarial al que financia.

3. Resultados del análisis de regresión

Como un análisis exploratorio complementario, y al objeto de detectar las variables potencialmente explicativas del crédito bancario desde la perspectiva de las empresas, se ha realizado un análisis de regresión por etapas, mediante estimación por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), tomando como variables predictoras las restantes 12 variables financieras previamente definidas (8 cuantificadas y 4 encuestadas) sobre los datos del IMD relativos a los años 1994-1998 (el año 1993 se excluye por su ausencia de datos de variables financieras). Sus resultados se ofrecen en el cuadro n.º 7.

Teniendo en cuenta el número total de casos (N = 111) para el período considerado (1994-1998), y los valores del coeficiente *t* de Student ($t = 1{,}982$) para un nivel de confianza del 95 por 100, el modelo 4 determinado por la regresión se muestra como el mayormente explicativo de la opinión de los agentes acerca de la fluidez con la que el crédito se traslada por el sistema bancario a las empresas. Las variables predictoras del mismo son, por orden de significatividad: la opinión acerca de la existencia de un coste del capital no disuasorio de las decisiones de inversión (CCE), la opinión sobre la Bolsa y su papel en la financiación de las empresas (BVE), los activos del sector bancario en porcentaje del PIB (ATM), que influye negativamente, y la media de valores negociados en Bolsa durante los dos últimos años, en dólares per cápita (VAL), que también influye negativamente.

Aun dando por válidas las mismas cautelas que en el apartado anterior sobre el carácter exploratorio de este análisis, son de resaltar dos cuestiones:

1.ª) La influencia favorable que tienen, sobre la disponibilidad de crédito, tanto la existencia de tipos que no penalicen el coste del capital de las empresas como la de un mercado bursátil que ejerza su función de traslación del ahorro a la inversión empresarial. Factores ambos que reflejan la relación (teórica y «sentida» por los agentes) entre la

CUADRO N.º 7

CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS DEL MODELO DE REGRESIÓN LINEAL DEL CRÉDITO BANCARIO
Metodología: Regresión lineal por etapas (Mínimos Cuadrados Ordinarios)
Variable dependiente: Crédito Bancario

Modelo	*N.º Observ.*	*Variables independientes*	*Coeficientes*	*Estadístico t*	*R cuadrado*
1	93 (1994-98)	BVE	0,842	8,562	0,710
2	93 (1994-98)	BVE	0,533	4,338	0,795
		CCE	0,425	3,465	
3	38 (1994-98)	BVE	0,380	3,990	0,893
		CCE	0,609	6,250	
		ATM	–0,338	–5,051	
4	38 (1994-98)	BVE	0,492	4,796	0,909
		CCE	0,599	6,561	
		ATM	–0,204	–2,349	
		VAL	–0,208	–2,213	

Fuente: The World Competitiveness Yearbook (años 1994-1998), y elaboración propia

eficiencia del sistema financiero y la competitividad de la administración financiera empresarial.

2.ª) En contraposición, y aunque con un menor grado de significatividad, la influencia desfavorable que tienen sobre la disponibilidad de crédito, la mayor dimensión del sector bancario y el volumen de negociación bursátil. Factores que resultan paradójicos respecto del punto anterior, ya que suelen tomarse como sendos indicadores de la eficiencia del sistema financiero. Y que, sin embargo, podrían explicarse a partir de las dificultades de financiación de determinados sectores de actividad o segmentos de empresas según su dimensión. El mayor tamaño de las entidades bancarias y del mercado bursátil favorecería la financiación de las grandes empresas, habida cuenta de su mayor poder de negociación de las condiciones crediticias y de sus posibilidades de acceso directo al mercado. Pero, *sensu contrario,* podrían perjudicar, según los resultados del modelo, la financiación de la mayoría de PYME del sector empresarial.

IV. FACTORES DETERMINANTES DEL «APALANCAMIENTO BANCARIO»

Los resultados de sendos análisis, descriptivo y exploratorio, como los que se han llevado a cabo previamente, han evidenciado la trascendencia del crédito bancario a las empresas, tanto desde la perspectiva agregada como desde la de su incidencia sobre la competitividad empresarial. Desde el punto de vista macroeconómico, su importancia sigue siendo relevante, pese a la paulatina mayor competencia de la intermediación financiera no bancaria y al progresivo menor interés que ofrece el crédito para las entidades bancarias, por su «consumo» de recursos propios y su menor rentabilidad comparada frente a otras inversiones alternativas. Desde el lado de las empresas, sus variables de disponibilidad y coste, en términos de flujos y de fondos, condicionan la posición competitiva de cada unidad económica. Ya sea en su *ratio* de endeudamiento, en su margen neto entre rentabilidad de las inversiones y coste de la financiación o, de forma integrada, en su apalancamiento financiero.

Sobre esas premisas, este apartado pretende completar el marco del análisis desde la perspectiva específica de las empresas no financieras y de su sistema contable de información. Nivel de análisis en el que las imperfecciones del mercado, sobre todo las asimetrías de información, las relaciones de agencia, los mecanismos de gobierno de las empresas y los factores institucionales e idiosincrásicos, en general, inciden de manera diferenciada por países en la disponibilidad del crédito. De ahí que el objetivo que se pretenda ahora sea el de profundizar en el funcionamiento efectivo del «mercado del crédito bancario a las empresas» en distintos países de la UE, Japón y Estados Unidos mediante el contraste de los factores de los que depende, en la práctica, su disponibilidad en la estructura financiera empresarial.

Ya se indicó en el epígrafe de análisis comparado entre la financiación directa e intermediada que la existencia de información incompleta en los mercados financieros y, más concretamente, la de asimetrías informativas en el mercado del crédito (producidas por que los prestatarios tienen más y mejor información que los prestamistas sobre el valor futuro del proyecto de inversión que será financiado), genera los conocidos problemas (Milgrom y Roberts, 1993) de selección adversa u *oportunismo precontractual*, que aparece cuando una de las partes dispone de información privilegiada sobre los términos en que un contrato será especialmente desventajoso para las otras partes, y de riesgo moral u *oportunismo poscontractual*, que emerge cuando las actuaciones que presupone el cumplimiento de un contrato no son fácilmente observables (Jaffee y Russell, 1976 y Stiglitz y Weiss, 1981). La prevención y cobertura de los efectos de esas posibles conductas oportunistas de los prestatarios son las que inducen a los prestamistas a la restricción de la cuantía y/o de la disponibilidad de la deuda, a la exigencia de elevados niveles de garantías o «colaterales», y a la inclusión de una «prima de riesgo» en el tipo nominal de la deuda que supere la de la objetiva calidad crediticia del proyecto de inversión financiado. Lo cual, como es obvio, encarece el coste financiero que sería de aplicación a los prestatarios «sanos».

Las imperfecciones del mercado motivan así que la deuda bancaria resulte más costosa para las empresas que las fuentes financieras internas, tanto por los problemas de información asimétrica apuntados como por la incidencia de los costes de transacción y de eventual insolvencia financiera asociados a su utilización. Ello contraviene la lógica económica de que el coste efectivo del capital ajeno (renta contractual asegurada) no supere el coste de oportunidad del capital propio (renta residual arriesgada), y explica, en parte, la preferencia por los recursos autogenerados. Estos, además, tienen la ventaja adicional, respecto de la deuda, de otorgar mayor control y autonomía de decisión a los gestores, por lo que sólo ante la insuficiencia de la autofinanciación se recurrirá al endeudamiento para financiar los nuevos proyectos de inver-

sión (Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988, y Myers y Majluf, 1984). A la recíproca, disponer de un mayor volumen de recursos vía autofinanciación lleva a las empresas a reestructurar sus deudas, reduciendo preferentemente el «apalancamiento bancario» o *gearing* (Constand, Osteryoung y Nast, 1991).

La jerarquía entre las fuentes financieras (*pecking-order theory*), que sustenta el razonamiento anterior, se basa así en la información completa de que disponen los inversores sobre la rentabilidad esperada de las nuevas inversiones; en el control y autonomía que permiten a la dirección de las empresas los diferentes recursos financieros disponibles, y en el coste de los mismos. Su orden de preferencia se puede extender también a la comparación entre fuentes externas, de forma que las empresas tratarán de financiarse antes con recursos ajenos sin coste explícito (financiación de acreedores comerciales) que con otros de coste explícito, entre los que figura la deuda bancaria. Las contrastaciones empíricas de esa relación (Walker, 1991) muestran que los créditos bancarios y los créditos comerciales son usados de forma sustitutiva por las empresas y que ello depende, además, de una variable indicativa de su dimensión, como es el volumen de ventas.

El carácter sustitutivo que tiene el crédito de provisión respecto de la financiación bancaria tiene por tanto una mayor incidencia en el caso de transacciones comerciales entre empresas de diferentes dimensiones relativas (grandes empresas y PYME), y se deriva de las habituales asimetrías informativas (es usual la convocatoria de concursos entre proveedores por parte de las grandes empresas para conceder el suministro de determinado producto), las carencias de reputación de empresas nacientes o de pequeña dimensión (que obligan a «vender» no sólo el producto, sino también la financiación implícita asociada a su compra), o las mencionadas diferencias entre el poder de mercado de unos y otros contratantes (Melle, 1997 y Hernández de Cos y Hernando, 1998). En todos los casos, su implicación práctica es la de internalizar necesidades de recursos y costes financieros implícitos muy elevados en las PYME que se ven «obligadas» a aplazar el cobro de sus ventas. Recursos y costes que, *sensu contrario,* deberían asumir las grandes empresas que les imponen el aplazamiento de sus pagos, y que evitan así el endeudamiento externo.

Finalmente, las entidades de depósito también consideran otras características específicas de las empresas y de sus proyectos de inversión en sus decisiones de asignación crediticia. Muchas de ellas se relacionan con la teoría contractual, y se vinculan bien con la existencia de participaciones accionariales de los bancos en las empresas financiadas, y con el papel que aquéllos adopten al respecto, de accionistas meramente financieros o de accionistas «activos» o «de referencia»; o bien con la estabilidad de las relaciones crediticias entre bancos y empresas, que permiten evaluar a largo plazo la reputación de éstas como prestatarios. En otros casos, es la teoría de señales la que justifica el endeudamiento bancario de empresas rentables, solventes y con capacidad de acceder directamente al mercado de capitales, que buscan así «señalizar» su reputación de prestatarios «sanos» frente a los inversores. Y en otros, finalmente, son las oportunidades de crecimiento de las empresas, que vienen reflejadas por sus inversiones acumuladas en activos «intangibles», las que condicionan sus posibilidades de obtener financiación bancaria (Wagenvoort y Hurst, 1999).

Sin embargo, y frente a la diversidad de factores que condicionan el crédito bancario a las empresas, los datos contables de éstas que sustentan este análisis empírico impiden la contrastación de buena parte de ellos, por lo que las hipótesis operativas que se proponen son las siguientes:

- H1: Elevados niveles de garantía o «colateral» acreditados por las empresas les permiten incrementar su nivel de «apalancamiento bancario». Se pretende verificar con ello la relación directa que predice la teoría acerca de la mayor cobertura del riesgo crediticio por los bancos, vía garantías, ante posibles conductas oportunistas de las empresas prestatarias, y la mayor financiación que éstas reciban.

- H2: Existe una relación inversa, o *trade-off,* entre la generación interna de recursos (*cash-flow*) por parte de las empresas y la financiación bancaria. Lo que representaría la contrastación favorable de la teoría del orden de preferencia (*pecking-order*) en cuanto a la primacía de los recursos internos frente a los externos, debido tanto a su mayor autonomía como al mayor coste efectivo de éstos.

- H3: Existe una relación inversa, o *trade-off,* entre la financiación mediante créditos de provisión y la financiación bancaria, que, sin embargo, cabe suponer esté relacionada con las características de los sectores económicos y con las dimensiones relativas de las empresas. Caso que, de verificarse, habría de interpretarse en términos de orden lógico de preferencia entre fuentes de financiación externa, según su menor o mayor coste, aunque tam-

bién de su relación con el poder de mercado de las empresas capaces de establecerlo.

- H4: La dimensión empresarial condiciona la financiación bancaria de las empresas, según una relación directa que, en principio, discrimina en contra de las PYME. Lo cual significaría que la restricción cuantitativa del crédito es la vía elegida por los bancos para cubrir los mayores riesgos de estos prestatarios. Ya sea por sus mayores posibilidades de desarrollar conductas oportunistas (menor información disponible) o ya por su menor calificación crediticia, que proviene de la relación que suele existir entre la menor dimensión y la menor antigüedad, la mayor probabilidad de desaparición y la menor capacidad de endeudamiento de las empresas.

- H5: Las oportunidades de crecimiento de las empresas, representadas por su inversión acumulada en activos intangibles, se relacionan directamente con la financiación bancaria. Su contrastación favorable representaría, implícitamente, confirmar la relación que predice la teoría entre los mayores recursos intangibles y la mejor posición competitiva de las empresas, pero también la adecuada valoración de ese hecho por parte de las entidades bancarias.

- H6: A lo largo del período analizado (1980-1998), se produce una convergencia en las pautas de asignación crediticia a las empresas por parte de la banca, en la generalidad de los países industrializados que se consideran. Hipótesis cuya contrastación favorable iría en la línea de las conclusiones provisionales extraídas de los análisis exploratorios previos.

La contrastación de las anteriores hipótesis se realiza mediante estimaciones de modelos de regresión lineal múltiple, con datos panel en todos y cada uno de los países citados, al objeto de identificar los factores determinantes del «apalancamiento bancario» en las empresas. Más concretamente, se examina la significatividad estadística de los indicadores financieros en que se materializan las hipótesis propuestas, para aportar evidencia adicional sobre la forma efectiva en que funcionan los mercados del crédito bancario en Europa, Japón y Estados Unidos.

La estructura de este apartado es la siguiente: Primero se describen la base de datos y las muestras sobre las que se han realizado las estimaciones. En segundo término, se presenta la definición de las variables, así como un análisis descriptivo de los datos empresariales de los distintos países, para detectar la evolución del crédito bancario en cada uno de ellos, y de las relaciones entre las entidades de depósito y las empresas. En tercer lugar, se detallan los análisis econométricos realizados, así como los resultados obtenidos sobre los factores que determinan la financiación bancaria de las empresas en todos y cada uno de los países analizados, destacando sus principales similitudes y diferencias. En el apartado V, se presentan las principales conclusiones que cabe extraer de este análisis.

1. Base de datos y muestras utilizadas

Para la contrastación de los modelos explicativos de la financiación bancaria empresarial en algunos países de la UE, Japón y Estados Unidos, se ha utilizado la información que proporciona la base de datos empresariales del Proyecto BACH. La Comisión Europea y el Comité Europeo de centrales de balances son las instituciones responsables y coordinadoras de esta base de datos, que aglutina y homogeneiza la información proporcionada por las centrales de balances de los países que participan en el proyecto. Actualmente son trece: once pertenecientes a la UE (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Portugal y Suecia), más Estados Unidos y Japón.

Respecto al período temporal de la base BACH del que se dispone en la actualidad, abarca desde 1980 hasta 1998, e incluye información desagregada por sectores económicos de actividad y por dimensión empresarial. Sin embargo, existe una enorme heterogeneidad entre las series históricas disponibles en los distintos países, así como entre los sectores de actividad y los agregados de distinta dimensión empresarial, lo que ha motivado la exclusión de dos países, Dinamarca y Finlandia. El primero, porque sólo ofrece datos muy agregados (hasta 1992) del sector industrial manufacturero para el período 1983-1997. Y el segundo, porque aun ofreciendo información para el agregado total de empresas desde 1989, ésta sólo se desagrega por dimensión empresarial en el período 1995-1997.

Los sectores incluidos en las estimaciones de los modelos de los once países restantes, también difieren en cada muestra. Así, existen casos en los que se pueden considerar hasta 23 agrupaciones empresariales según su sector de actividad económica, mientras que en otros tan sólo existe información disponible para 15 (como en EE.UU.). Asimismo, en relación con las agrupaciones de la

información empresarial por tamaño de la empresa, en algunos países se ofrecen datos, para todos los sectores, de los tres estratos (sólo dos en Estados Unidos) considerados en la base BACH (pequeñas, o con una cifra de negocios inferior a 7 millones de euros; medianas, o con un volumen de actividad igual o superior a 7 millones de euros e inferior a 40 millones, y grandes, o con unas ventas iguales o superiores a 40 millones de euros). En tanto que, en otros países, se carece de datos para algunos agregados por dimensión empresarial (fundamentalmente los de pequeñas y/o grandes empresas) para determinados sectores o para algunos años (como ocurre, por ejemplo, en Austria).

La heterogeneidad de la base de datos BACH también resulta evidente cuando se analizan las magnitudes económico-financieras incluidas en los estados contables de las empresas de cada país. En algunos, la información es completa y está desagregada en sus principales partidas o conceptos contables, pero en otros el grado de detalle de la información es mucho menor, lo que hace que incluso carezca de información relevante sobre las variables independientes incluidas en el modelo explicativo estimado (caso de activos intangibles en Austria o EE.UU.).

Como resumen de lo comentado, el cuadro número 8 recoge información detallada sobre las muestras de cada país, el período considerado en cada uno de ellos, la cobertura en cuanto a número de empresas, los sectores de actividad económica incluidos y los agregados de empresas según su dimensión que se han podido considerar en cada caso.

2. Definición de las variables

El cuadro n.º 9 muestra los indicadores utilizados para reflejar los distintos factores explicativos del crédito bancario en las empresas (Wagenvoort y Hurst, 1999, y Arjona, Viala y Wagenvoort, 1998), así como las expresiones que los identifican. En primer término, la variable dependiente «apalancamiento bancario» o *gearing*, que se define como el nivel de endeudamiento bancario a corto y largo plazo de las empresas, en relación con la suma de dicho endeudamiento y los recursos propios; de manera que la *ratio* proporcione valores determinados aun en los casos de inexistencia de deuda bancaria o recursos propios. En segundo lugar, y dentro ya de las variables independientes o explicativas, un primer grupo de indicadores miden la estructura del activo del balance de las empresas y sirven como aproximación a las diferentes partidas que pueden esgrimirse como garantía o «colateral» para asegurar los préstamos (Constand, Osteryoung y Nast, 1991). Estas partidas son, al propio tiempo, variables *proxy* del nivel de solvencia de las empresas, al referirse a activos realizables: Bien activos fijos tangibles, o bien activos corrientes exigibles (deudores comerciales) o realizables (inventarios). En todos los casos, las variables se definen como *ratios* que toman como referencia los activos netos de las empresas.

En tercer lugar, la *ratio* de recursos generados (*cash-flow*) respecto de los activos totales, minorados en los deudores comerciales, se toma como indicador de la capacidad de generar recursos por parte de las empresas y, de forma amplia, como indicador de su rentabilidad económica. Constituye la base de la autofinanciación, y de ahí su carácter sustitutivo del endeudamiento bancario, pero también una »señal» de la capacidad de las empresas para atender a sus obligaciones crediticias, de la que se derivaría, alternativamente, una mayor capacidad de endeudamiento.

En cuarto lugar, la *ratio* de acreedores comerciales respecto de activo neto mide la financiación sin coste explícito, inducida tanto por el volumen de operaciones como por el poder de mercado de las empresas frente a sus proveedores. Representa en principio una financiación alternativa al crédito bancario, pero también una «señal» de la posición de mercado de las empresas, por lo que podría estimarse igualmente como indicador de solvencia comercial ante mayores necesidades financieras que hubiesen de cubrirse, precisamente, por la vía del crédito bancario. Finalmente, un último grupo de variables sirve para contrastar la incidencia de factores específicos de las empresas, como la dimensión o las oportunidades de crecimiento. La primera se mide a través del logaritmo natural de los activos totales, e indica en principio una relación directa con el endeudamiento; y la segunda, por medio de la *ratio* entre activos intangibles y activos netos, aceptando la hipótesis de que las inversiones acumuladas en intangibles dentro de los balances se relacionan directamente con las posibilidades de crecimiento futuro de las empresas.

El análisis descriptivo de las muestras de empresas seleccionadas para cada país se presenta en el cuadro n.º 10. Recoge los valores medios y las desviaciones típicas de las variables definidas previamente, y permite una primera caracterización del mercado del crédito bancario en los distintos países. Los valores no disponibles sintetizan las li-

CUADRO N.º 8

CARACTERÍSTICAS DE LAS MUESTRAS DE LOS DISTINTOS PAÍSES

MUESTRAS	*Período*	*Nº empresas (año)*	*Sectores*	*Agregados por dimensión*	*Acotaciones a la información*	*Total observaciones*
Alemania	1987-1997	47.612 (1996)	18	3	No incluye los sectores de energía y agua, comercio de vehículos de motor, hotel y restauración, transporte y comunicaciones y otros servicios.	594
Austria	1980-1998	6.890 (1992)	23 (no para todos los agregados)	3 (excepto en algunos sectores)	El agregado de empresas pequeñas sólo está disponible hasta 1996. No incluye series completas para todos los agregados de los sectores de energía y agua, de extracción de metales, manufacturero de equipamiento de transporte, comercio de vehículos de motor, comercio al por menor, hotel y restauración, transporte y comunicaciones y otros servicios.	772
Bélgica	1989-1998	175.150 (1997)	23	3	No incluye el sector del comercio de vehículos de motor.	668
España.....	1983-1997	7.500 (1997)	23	3	La muestra de empresas grandes de comercio de vehículos de motor abarca el período 1984-1995.	1.034
Francia.....	1984-1998	33.132 (1995)	23	3	La muestra de empresas grandes abarca el período 1989-1996.	910
Holanda	1983-1998	160.500	20 ó 21 (según dimensión empresarial)	3 (excepto en algunos sectores)	No incluye los sectores de otras industrias manufactureras y comercio de vehículos de motor, así como las pequeñas de energía y agua. Asimismo, la muestra de las pequeñas tan sólo abarca el período 1980-1994, las pequeñas de transporte y comunicaciones y otros servicios desde 1983 a 1994, las medianas y grandes de transporte y comunicaciones desde 1983 y las grandes de hotel y restauración desde 1988.	836
Italia	1982-1998	40.000 34.991 (1991)	23	3		1.173
Japón	1980-1998	20.000	21	3	No incluye los sectores del comercio de vehículos de motor y hotel y restauración.	1.197
Portugal	1990-1998	25.085 (1998)	18	3	Algunos sectores sólo desde 1994.	423
Suecia	1991-1996	265.800 (1996)	23	3		414
EE.UU.	1983-1998	9.300	15	2	No incluye los sectores de construcción, comercio, comercio al por mayor, servicios de reparación, comercio de vehículos de motor, comercio al por menor, hotel y restauración, transporte y comunicaciones y otros servicios.	480

Fuente: Elaboración propia a partir del Proyecto BACH (2000).

CUADRO N.º 9

DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Denominación	*Indicador de*	*Fórmula*
Variable dependiente:		
GEARING	Apalancamiento bancario	(Deuda bancaria a corto plazo+Deuda bancaria a largo plazo)/(Deuda Bancaria total+Recursos propios)
Variables independientes:		
Variables proxy *de colateral:*		
ACTIVOTANG	Nivel de activos asegurables	Activos tangibles/Activos netos
DEUDCOMERC	Nivel de activos corrientes	Deudas comerciales/Activos netos
INVENTARIOS	Nivel de activos corrientes	Inventarios/Activos netos
CASHFLOW	Recursos internos autogenerados	*Cash flow*/Activos netos=Bºneto antes de imp. + Amortizaciones)/(Activos totales-Deudores comerciales)
ACREEDOCOMERC	Financiación sin coste explícito	Acreedores Comerciales/Activos netos
Factores específicos:		
LOG(AT)	Tamaño	Logaritmo natural (Activo total)
ACTIVOINTANG	Oportunidades de crecimiento	Activos intangibles/Activos netos

Fuente: WAGENVOORT y HURST (1999); CONSTAND, OSTERYOUNG y NAST (1991), y elaboración propia.

CUADRO N.º 10

ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS MUESTRAS

	PERÍODO	*Observaciones*	*Cross sections*	*GEARING*		*ACTIVOTANG*		*ACREEDOCOMERC*		*INVENTARIOS*		*DEUDCOMERC*		*CASH FLOW*		*ACTIVOINTANG*		*LOG(AT)*	
				Media	σ	*Media*	σ	*Media*	σ	*Media*	σ	*Media*	σ	*Media*	σ	*Media*	σ	*Media*	σ
Alemania	1987-1997	594	54	61,32	18,22	22,95	7,64	14,52	5,90	28,69	8,60	30,73	5,23	14,49	4,10	0,91	0,66	9,34	1,81
Austria	1980-1998	772	44	49,62	13,74	30,22	12,81	14,24	7,24	23,19	9,94	28,58	7,86	5,91	4,78	n.d.	n.d.	16,58	1,41
Bélgica	1989-1998	668	68	30,07	10,90	25,47	11,55	17,79	7,07	15,45	8,47	28,23	8,48	12,09	4,00	1,90	1,93	18,94	1,40
España	1983-1997	1.034	69	34,57	12,46	33,12	16,13	19,58	9,19	17,43	8,67	32,56	10,94	9,69	7,18	1,89	1,65	12,46	1,60
Francia	1984-1998	910	69	31,77	11,16	20,70	11,69	23,38	9,92	20,97	9,89	35,24	9,02	13,28	5,14	1,96	1,79	17,46	1,63
Holanda	1980-1998	836	46	30,62	14,79	34,51	14,88	8,92	3,82	14,96	7,74	22,79	7,49	13,33	5,22	1,28	1,98	15,63	1,79
Italia	1982-1998	1.173	69	47,38	11,24	25,89	13,20	23,74	6,97	18,60	9,15	38,68	9,07	10,51	5,51	2,44	1,86	16,36	1,39
Japón	1980-1998	1.197	63	59,08	17,01	31,05	11,32	22,05	9,30	12,79	5,50	28,73	7,99	11,27	3,50	0,70	0,50	16,47	1,24
Portugal	1990-1998	423	53	32,28	11,59	39,32	14,61	15,10	6,37	16,99	8,51	28,48	9,44	10,81	6,06	1,55	1,95	19,30	1,14
Suecia	1991-1996	414	69	13,28	15,94	21,97	12,22	8,18	4,83	13,60	9,80	27,25	9,20	10,31	8,13	0,81	1,05	10,58	1,32
EE.UU.	1983-1998	480	30	24,40	8,91	32,14	7,63	10,92	3,80	18,78	6,80	23,28	7,10	17,14	6,08	n.d.	n.d.	11,20	1,76

Fuente: Elaboración propia a partir de la Base BACH.

mitaciones de la información del Proyecto BACH a las que ya se ha hecho mención. Concretamente, Austria y Estados Unidos no facilitan información sobre los «activos intangibles» de sus empresas, y Austria tampoco ofrece el detalle de los «gastos de amortización de los activos fijos tangibles e intangibles». En consecuencia, en ambos países falta la variable que indica las oportunidades de crecimiento de las empresas; y en el caso de Austria el *cash-flow* se ha tenido que definir sin las amortizaciones de cada ejercicio.

Como dato relevante de ese estudio descriptivo de las muestras, puede destacarse la diferente dimensión media que ofrecen las empresas de los distintos países, por la paradoja (basada en los datos de Eurostat que se citan en otro epígrafe de este trabajo) de que Portugal y Bélgica ofrezcan los mayores tamaños medios y Alemania los menores.

Cuestión que se relaciona con la diferente cobertura de las bases nacionales y que incide en los comportamientos frente al crédito bancario que reflejan las restantes variables explicativas; por ejemplo, el apalancamiento bancario medio, que resulta especialmente bajo en las empresas portuguesas. A este respecto, sin embargo, las elevadas *ratios* de endeudamiento bancario de las empresas de Alemania, Japón, Austria e Italia concuerdan con sistemas financieros orientados a la financiación crediticia, y las bajas *ratios* de Suecia y EE.UU., con sistemas en los que, respectivamente, prima la inversión institucional o el acceso directo al mercado por parte de las empresas. Por otra parte, el modelo de PYME de reducida dimensión media, que caracteriza a Italia y España, también resulta coherente con el elevado apalancamiento bancario medio que ofrecen las empresas de sus respectivas muestras.

Por países, el análisis descriptivo corrobora asimismo algunos comportamientos observados en los análisis exploratorios. El *cluster* específico de EE.UU. se manifiesta aquí en sus valores atípicos en la generalidad de indicadores; al igual que sucede con Holanda, también con *cluster* diferenciado, cuya excelencia en el *management* se traduce en empresas rentables y solventes, que minimizan sus cifras de circulantes y que, por todo ello, no precisan recurrir excesivamente al crédito bancario. Por el contrario, en España, Francia o Italia, la gestión de circulantes parece menos exigente, por lo que muestran cifras elevadas en las correspondientes *ratios,* que se relacionan con sus mayores posibilidades de aplazar pagos a proveedores, pero que requieren asimismo mayores apelaciones al crédito bancario. En cuanto al detalle por sectores, tamaños de empresas y años de los diferentes países, la dispersión de los valores del endeudamiento bancario resulta mayor en Alemania, Austria, Japón, Suecia y Holanda; si bien se aprecia una cierta convergencia, a lo largo del tiempo, en los valores medios de las variables explicativas del crédito bancario entre las muestras de los distintos países, exceptuando casos como los de Holanda o Suecia, como probable causa del peso que tiene en ellos la financiación intermediada no bancaria.

3. Estimaciones y resultados

La metodología empleada para contrastar las hipótesis propuestas, consiste en la estimación de modelos de regresión lineal múltiple con datos de panel, en los que la variable dependiente «apalancamiento bancario» del agregado empresarial i del año t (y_{it}) se explica por las siete variables independientes anteriormente definidas (x_{it}):

$$y_{it} = c_i + \beta_1 x_{it} + \beta_2 x_{it} + \beta_3 x_{it} + \beta_4 x_{it} + \beta_5 x_{it} + \beta_6 x_{it} + \\ + \beta_7 x_{it} + \lambda_1 z_t + \lambda_2 z_t + \ldots + \lambda_{T-1} z_t + \varepsilon_{it}$$
$$i = 1,\ldots,n \qquad t = 1,\ldots,T$$

siendo n el número de agregados empresariales de la muestra (número de *cross sections*) y T el número de años incluidos en cada caso. Se han introducido además $T - 1$ variables *dummies* ficticias (z_t), para reflejar los efectos temporales (se consideran $T - 1$ para evitar problemas de multicolinealidad perfecta).

La estimación de este modelo se ha realizado tanto por el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) como por el de mínimos cuadrados generalizados (MCG), una vez detectada la existencia de heteroscedasticidad en los residuos de las variables y la presencia de colinealidad y multicolinealidad, debidas a la definición de varias de tales variables en función de los activos totales netos de las empresas, y a su simultánea vinculación con la variable dependiente (*ratio* deuda bancaria/capital). Los resultados obtenidos por ambos métodos de estimación se ofrecen en el cuadro n.º 11, y confirman, a través de las diferencias de los valores de los respectivos coeficientes de determinación (R^2) y de los estadísticos t de Student, en cada país, la mejor adecuación del método no estándar (MCG) para la estimación eficiente del modelo (salvo en los casos de Alemania y Japón y, en menor medida, EE.UU. y Holanda). En todas las estimaciones, la introducción de efectos fijos individuales ha resultado significativa para captar la heterogeneidad individual al nivel de las empresas. Sin embargo, la consideración de efectos temporales no ha resultado significativa en todos los casos.

Por lo que afecta al contraste de la hipótesis sobre la convergencia de los modelos de comportamiento del crédito bancario a las empresas a lo largo del tiempo, en los países considerados (H6), se han realizado las mismas estimaciones de los modelos anteriormente expuestas, pero para diferentes períodos muestrales de duraciones menores. Ello ha permitido detectar que, a medida que aumenta el período temporal, se incrementa la capacidad explicativa de las variables independientes consideradas, lo que sugiere la paulatina confluencia del comportamiento del crédito en las empresas hacia un modelo explicativo como el propuesto, si bien con las variantes por países que se comentarán a continuación.

CUADRO N.º 11

CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DEL MODELO EXPLICATIVO DEL «APALANCAMIENTO BANCARIO» *(GEARING)*

	ESPAÑA		*ITALIA*		*JAPÓN*		*FRANCIA*		*ALEMANIA*	
Método	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO
Período muestral	1983-1997	1983-1997	1982-1998	1982-1998	1980-1998	1980-1998	1984-1998	1984-1998	1987-1997	1987-1997
N.º observaciones panel total	1.034	1.034	1.173	1.173	1.197	1.197	910	910	594	594
Efectos individ. y temporales	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Variables explicativas										
ACTIVOTANG	0,38 (6,35)	0,14 (1,67)	0,09 (1,74)	0,24 (3,11)	0,86 (12,62)	0,86 (10,46)	0,31 (6,49)	0,2 (3,72)	0,67 (9,18)	0,76 (7,45)
ACREEDOCOMERC	−0,22 (−3,24)	−0,2 (−2,36)	−0,07 (−1,14)	0,02 (0,14)	−0,37 (−6,31)	−0,5 (−6,1)	0,01 (0,19)	0,07 (1,2)	−0,02 (−0,14)	−0,03 (−0,17)
INVENTARIOS	1,12 (16,13)	1,14 (10,74)	0,44 (6,69)	0,48 (3,86)	1,03 (10,39)	1,01 (7,86)	0,33 (6,49)	0,18 (2,11)	0,49 (7,05)	0,41 (4,29)
DEUDCOMERC	0,91 (13,01)	0,71 (7,48)	0,51 (8,93)	0,52 (5,61)	1,03 (15,83)	1,12 (12,44)	0,38 (9,61)	0,36 (5,61)	0,56 (6,32)	0,74 (6,8)
CASHFLOW	−0,64 (−14,92)	−0,77 (−14,5)	−0,63 (−15,24)	−0,63 (−8,68)	−1,04 (−14,17)	−1,28 (−13,5)	−0,63 (−13,3)	−0,75 (−9,32)	−0,26 (−4,79)	−0,25 (−3,21)
ACTIVOINTANG	1,5 (8,95)	1,22 (6,45)	0,18 (1,49)	0,52 (2,93)	3,89 (6,32)	3,74 (5,55)	0,56 (3,07)	1,33 (5,55)	−0,01 (−0,04)	−0,41 (−0,95)
LOG(AT)	2,53 (4,47)	2,54 (3,15)	−2,09 (−7,69)	−3,39 (−5,4)	2,74 (3,36)	2,42 (2,51)	2,04 (6,4)	3,25 (8,08)	4,74 (6,36)	5,91 (5,28)
R cuadrado	0,9744	0,6939	0,9919	0,6493	0,9921	0,9229	0,9851	0,7448	0,9990	0,9659
R cuadrado ajustada	0,9720	0,6650	0,9912	0,6198	0,9915	0,9169	0,9835	0,7171	0,9989	0,9614

	HOLANDA		*AUSTRIA*		*BÉLGICA*		*SUECIA*		*PORTUGAL*		*EE.UU.*	
Método	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO	MCG	MCO
Período muestral	1980-1998	1980-1998	1980-1998	1980-1998	1989-1998	1989-1998	1991-1996	1991-1996	1990-1998	1990-1998	1983-1998	1983-1998
N.º observ. panel total	836	836	772	772	668	668	414	414	423	423	480	480
Efectos indiv. y temp.	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Variables explicativas												
ACTIVOTANG	0,49 (11,8)	0,49 (8,93)	0,45 (7,13)	0,18 (2,48)	0,19 (4,46)	0,05 (0,72)	−0,13 (−1,42)	−0,22 (−1,63)	0,28 (3,57)	0,1 (1,15)	0,07 (1,2)	0,03 (0,38)
ACREEDOCOMERC	0,06 (0,59)	0,02 (0,14)	−0,03 (−0,53)	0,13 (1,52)	0,26 (3,53)	0,42 (3,15)	−0,54 (−1,88)	−0,71 (−1,42)	0,02 (0,17)	0,27 (1,54)	0,94 (5,7)	0,93 (6,14)
INVENTARIOS	0,16 (1,97)	0,23 (2,42)	0,84 (12,4)	0,6 (7,24)	0,27 (3,2)	0,38 (3,05)	0,35 (2,5)	0,45 (1,61)	0,37 (2,9)	0,09 (0,48)	0,03 (0,3)	0,09 (0,8)
DEUDCOMERC	0,51 (8,56)	0,61 (8,34)	0,71 (10,21)	0,43 (5,1)	0,16 (3,01)	0,1 (1,09)	0,53 (6,93)	0,71 (5,48)	−0,02 (−0,2)	−0,21 (−1,7)	−0,38 (−3,5)	−0,27 (−2,2)
CASHFLOW	−0,53 (−11,4)	−0,67 (−9,44)	−0,79 (−12,7)	−0,87 (−11,2)	−0,48 (−8,34)	−0,49 (−4,64)	−0,18 (−2,91)	−0,29 (−2,64)	−0,55 (−6,65)	−0,63 (−4,6)	−0,28 (−6,9)	−0,26 (−5,3)
ACTIVOINTANG	0,83 (5,74)	0,59 (3,73)	- -	- -	0,41 (3,75)	0,42 (2,29)	−0,14 (−0,21)	−2,36 (−2,77)	−0,33 (−1,4)	0,49 (1,82)	- -	- -
LOG(AT)	−2,81 (−4,71)	−1,61 (−1,81)	0,25 (0,62)	0,24 (0,43)	0,05 (0,06)	1,53 (1,05)	3,01 (1,53)	3,65 (0,98)	4,69 (4,79)	5,51 (4,32)	5,49 (5,32)	5,64 (4,5)
R cuadrado	0,9638	0,8035	0,966403	0,650066	0,9842	0,7999	0,8717	0,6106	0,9876	0,7068	0,9803	0,8762
R cuadrado ajustada	0,9605	0,7856	0,963206	0,616762	0,9820	0,7715	0,8409	0,5170	0,9852	0,6515	0,9781	0,8618

Estadístico *t* entre paréntesis.

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos BACH.

Antes, sin embargo, del análisis pormenorizado de las estimaciones, y como evaluación global de los resultados, conviene destacar el grado de significatividad alcanzado, a tenor de los coeficientes de determinación (R^2), que se encuentran en un rango de entre 0,61 y 0,96 (MCO), y de 0,87 y 0,99 (MCG), para las muestras completas de cada país. Existen, ciertamente, muchos factores que determinan el «apalancamiento bancario» de cada empresa concreta, pero un porcentaje notable de la variación en su *ratio* de deuda bancaria/capital es capturado por las siete variables consideradas en las ecuaciones de regresión. Ello hace que la capacidad explicativa de los modelos, o su bondad de ajuste, resulten elevadas en comparación con los estudios previos sobre la estructura del capital de las empresas, que constituyen la referencia próxima del contraste realizado.

En síntesis, las contrastaciones muestran la validez y la progresiva mayor vigencia de un modelo explicativo del crédito bancario a las empresas basado en la existencia de garantías («colaterales»), en las posibilidades de utilizar fuentes alternativas, como la generación interna de recursos o los créditos de provisión, y en la dimensión y posibilidades de crecimiento de las empresas. Pero el modelo también ofrece características de mayor o menor significatividad en sus variables por países, que permiten así capturar la idiosincrasia de los diferentes sistemas financieros y de las relaciones de és-

tos con sus correspondientes sectores de empresas no financieras. Estas notas distintivas son las que ahora se comentan y relacionan con las conclusiones provisionales que se habían deducido de los análisis descriptivo y exploratorio previos.

En primer término, cabe destacar que la mayor similitud entre países se produce en el contraste favorable de la hipótesis del orden de preferencia entre recursos financieros (H2), que establece la relación inversa que existe entre la generación interna de recursos y el crédito bancario, debido a la primacía que las empresas otorgan a la financiación generada internamente, ya sea por su mayor autonomía y flexibilidad para la dirección (*pecking-order*) o por ser la única fuente posible para empresas «jóvenes» o de pequeña dimensión. A ese respecto, la variable que se estima mediante la *ratio* de rentabilidad de los *cash-flows* y el sentido de su relación con la financiación bancaria es la de mayor significatividad en la mayoría de países. Si bien con excepciones en las que su capacidad explicativa es pareja a la de otras variables de garantías (Holanda, Austria y EE.UU.), algo inferior a ellas (España y Japón), o muy reducida frente a la variable que resulta más significativa (Alemania y Suecia).

En esos dos últimos casos, que son las claras excepciones, las variables mayormente explicativas del modelo resultan ser la garantía de los activos tangibles (Alemania) y las garantías de las deudas comerciales (Suecia), que representan claras anomalías, frente a la pauta común de la rentabilidad y los recursos autogenerados como alternativa al crédito bancario, y que pueden relacionarse con las respectivas características de los sistemas financieros de estos países: Así, en Alemania, la importancia de los activos tangibles como garantía puede deberse al papel de accionista «activo» que la banca desempeña muchas veces junto con el de inversor crediticio, lo que implica financiar una estructura fija de la que se es titular y que, al tiempo, constituye la garantía de recuperación de los créditos. En Suecia, la importancia de las garantías sobre el circulante, que es simultáneamente signo de liquidez mediata, se pueden relacionar con la existencia de inversores institucionales cuya financiación a las empresas es a largo plazo, lo que especializa la financiación bancaria y los «colaterales» del crédito hacia el corto plazo.

Las garantías o «colaterales» del crédito bancario son, precisamente, las variables que ocupan el segundo puesto en cuanto a capacidad explicativa del modelo, en el conjunto de países considerados; ya se refieran a activos tangibles fijos o circulantes. Ello supone la contrastación favorable de la correspondiente hipótesis (H1), que predice dotaciones de crédito relacionadas directamente con la cuantía de los activos asegurables, pero que también expresa la vinculación que existe entre los mayores activos a financiar y las mayores necesidades crediticias de las empresas que disponen de ellos. En este caso, las diferencias por países radican en si las garantías se sustentan en los activos circulantes o en los permanentes. Así, en España, Italia, Japón, Francia y Austria (además de en Suecia, como ya se ha indicado previamente), la preferencia se orienta hacia los activos circulantes. Hecho que puede relacionarse con la especialización de sus entidades bancarias en el crédito a corto plazo a las empresas, y con su concesión contra garantías que tengan, por ello, un elevado grado de realización. Por el contrario, en Holanda, Bélgica y Alemania (caso ya citado por su especial vinculación entre bancos y empresas), las garantías se centran básicamente en los activos fijos tangibles, como consecuencia probable de unos sistemas financieros en los que las entidades bancarias proporcionan financiación a largo plazo a las empresas, en una vinculación permanente para la que resultan más significativos los «colaterales» con menor grado de realización.

La significatividad de los créditos de provisión resulta menor, en general, que la de las variables anteriores, pero contrasta también favorablemente la hipótesis (H3) de su influencia sobre el crédito bancario. Sin embargo, y según en que países, esa influencia se produce tanto en el sentido que predice la teoría como en el contrario. Por ejemplo, el carácter que tiene como financiación sustitutiva del crédito bancario (relación inversa con éste), se observa sobre todo en países como Japón, España y, en menor medida, Suecia, Italia, Austria y Alemania. En tanto que su carácter de complemento del crédito bancario (relación directa con él), se muestra en casos como los de EE.UU., Bélgica, Holanda, Francia y Portugal.

La posible explicación de las anteriores diferencias entre países puede estar relacionada, de nuevo, con la disponibilidad y los plazos del crédito, pero también con el tamaño de las empresas prestatarias. Si la disponibilidad y los plazos relevantes del crédito bancario son a corto —ya sea por la importancia de la financiación crediticia a cualquier plazo (Alemania, Austria y Japón), por la especialización «obligada» de la banca (Suecia) o por ésta causa junto con el reducido tamaño medio de las empresas (España e Italia)—, los créditos de provisión actúan como sustitutivos, de igual funcionalidad y sin coste explícito, de la correspondiente

y onerosa financiación bancaria. Pero si la orientación del crédito bancario lo hace relevante y suficiente para la financiación a largo plazo de las empresas, y éstas tienen mayor dimensión media (casos de EE.UU., Francia, Holanda y Bélgica, ya que Portugal ofrece un comportamiento anómalo, al estar compuesta su muestra de grandes empresas), entonces el crédito comercial actúa como señal de reputación y solvencia ante el mercado de bienes reales, y ésta induce una mayor capacidad de endeudamiento y «garantiza» el crédito bancario, que actúa como complemento de la financiación de los proveedores.

La variable dimensión resulta igualmente explicativa en los países y años considerados (excepto en Austria, Bélgica y Suecia), lo que contrasta favorablemente la correspondiente hipótesis planteada (H4). No obstante, en los casos en que resulta significativa, su relación con el crédito bancario es ambigua, ya que en ciertos países es directa (Francia, Alemania, Portugal, España y Japón) y en otros inversa (Italia y Holanda). La relación directa es, en principio la que cabe esperar, tanto por razones de gestión financiera en las grandes empresas, que buscan maximizar la rentabilidad de sus recursos propios por la vía del mayor apalancamiento financiero, como por los criterios de concesión de las entidades bancarias, que, al apostar por los mayores prestatarios, minimizan sus costes de estudio, seguimiento y control de los créditos, al tiempo de considerar las garantías implícitas a su mayor dimensión. Argumentos que son de aplicación, *sensu contrario,* al menor apalancamiento crediticio de las PYME. Tal es el caso que se produce en los primeros países, ya sea por la mayor dimensión media de sus empresas y/o sus vinculaciones permanentes con la banca (Francia, Alemania y Japón), o ya por tener sectores mayoritarios de PYME (España y Portugal) que sufren restricciones cuantitativas en el crédito bancario como forma de acotar su mayor riesgo financiero.

En cuanto a las anomalías de Holanda e Italia, con sendas relaciones inversas entre la dimensión de las empresas y el crédito bancario, pueden plantearse explicaciones plausibles. En el sistema financiero holandés tienen un peso elevado los intermediarios financieros no bancarios, cuya inversión crediticia se orienta hacia el largo plazo y hacia las empresas de mayor dimensión, lo que puede restringir el mercado del crédito bancario hacia el corto plazo y hacia las empresas de menor dimensión. Las PYME holandesas tendrían así un mayor apalancamiento, pero éste estaría garantizado por la rentabilidad de sus proyectos y por la aportación de «colaterales» de activos fijos (variables de mayor capacidad explicativa en este país). El caso de Italia, con un sector empresarial atomizado y en el que cada PYME se relaciona con un número muy elevado de entidades bancarias, la justificación de la anomalía podría estar en la supeditación de las empresas de menor dimensión al crédito bancario a corto, avaladas por «colaterales» de activos circulantes y con la única alternativa de la autofinanciación (variables más explicativas de su modelo de financiación). En ambos casos, además, habría de considerarse el argumento adicional de la capacidad de desintermediación financiera que tienen las grandes empresas, y de ahí su menor recurso al crédito bancario.

Finalmente, la variable que refleja los activos fijos intangibles, y que se estima para contrastar la incidencia de las oportunidades futuras de crecimiento sobre la disponibilidad de crédito bancario (H5), también ofrece una significatividad reducida y ambigua: con sendas relaciones inversas en Alemania, Suecia y Portugal, y con relación directa en Italia, si bien en países como España, Japón, Holanda, Bélgica o Francia su capacidad explicativa es comparable a la de otras variables estimadas, y se produce en el sentido directo que predice la teoría. Ello no obstante, sus resultados deben interpretarse con una gran cautela, debido tanto a las características contables de la variable estimada como a los diferentes conceptos que pueden incluirse en ella, según los diferentes países.

En un sentido estricto, sólo las inversiones en recursos intangibles como la formación o la I+D representarían mayores expectativas de competitividad y crecimiento futuro de las empresas, y justificarían la «apuesta de futuro» de las mayores dotaciones de crédito bancario. Sin embargo, en la práctica, los activos fijos intangibles suelen reflejar también gastos de imputación diferida (fondo de comercio y gastos de establecimiento), activos intangibles funcionales (patentes, marcas y concesiones), e incluso variables financieras (cargas financieras y diferencias de cambio inmovilizadas, como sucede en Italia) o con incidencia financiera (derechos sobre bienes en *leasing,* como es el caso de España). El problema añadido es que la información disponible no permite, en casi ningún país, discernir entre unos u otros conceptos de activos fijos intangibles que puedan haberse incluido.

V. SÍNTESIS Y PRINCIPALES CONCLUSIONES

Este trabajo ha pretendido analizar los cambios producidos en los sistemas «banca-industria» en

los principales países industrializados. Ha partido de las premisas de que el desarrollo económico, la desregulación, los cambios «estructurales» en los sistemas financieros y la innovación tecnológica, han globalizado los mercados y han incrementado la competencia. Además, de que el crecimiento de los mercados financieros y el auge de la inversión institucional han cambiado las estrategias de los bancos y las formas de financiación de las empresas. Y el resultado ha sido la convergencia entre los sistemas de financiación a las empresas que, antes, se basaban en los mercados o en los intermediarios financieros.

Los «fundamentales» de una economía y su competitividad internacional dependen de la relación eficiente entre el sistema financiero y la inversión productiva de las empresas. Pero si la globalización y la integración de los mercados inducen pautas comunes en esa relación, cada país conserva todavía factores institucionales e idiosincrásicos que lo distinguen de los demás; cuestión que es tanto más evidente en los mercados del crédito bancario y en las restricciones financieras que afectan a algunos sectores económicos, y a las pequeñas y medianas empresas. Estas diferencias por países son las que se han analizado en el trabajo, tanto desde el punto de vista de los sistemas financieros como desde la perspectiva de las empresas. Con un triple objetivo:

1.º) Caracterizar los sistemas financieros de los quince países de la UE, para *describir* la función de los intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) y los mercados en la financiación de las empresas.

2.º) *Clasificar los grupos* de variables, económicas y financieras, que condicionan la competitividad comparada internacional de los países y de sus empresas (EE.UU., Japón, los quince países de la UE y otros países europeos como Suiza y Noruega).

3.º) *Contrastar,* con los datos contables de las empresas de esos países, los factores que explican sus modelos de relación con el crédito bancario.

Para el cumplimiento de esos objetivos, se ha dispuesto de tres fuentes de información complementarias, sobre las que se han aplicado sendas metodologías que se han considerado adecuadas a las variables disponibles:

1.ª) El informe del Banco Central Europeo, *Possible Effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Run* (con variables agregadas de los sistemas financieros de la OCDE hasta 1997). Que se ha utilizado para un enfoque descriptivo y comparado.

2.ª) Los informes anuales *The World Competitiveness Yearbook*, del «Institute for the Management Development» (con variables por países de competitividad comparada hasta 1998). Base sobre la que se han aplicado sendos análisis exploratorios, de *cluster* jerárquico, con fijación del número de conglomerados y de regresión por etapas.

3.ª) El Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised)* de la DG II de la Comisión Europea (con variables contables de empresas hasta 1998). Que ha sido la base para la estimación de modelos econométricos con datos de panel.

Entre las principales conclusiones de los análisis realizados (descriptivo, exploratorio y de contraste), se destacan las siguientes:

1. El crédito bancario sigue teniendo un peso fundamental en la financiación de las empresas en los principales países de la UE, pero se acompaña, cada vez más, de la financiación no bancaria de los inversores institucionales (fondos de inversión y de pensiones y compañías de seguros), y de la financiación directa, vía mercados financieros. De ahí que el papel de los bancos y del crédito bancario tienda a cambiar. Los bancos incrementarán su dimensión para competir en los mercados globales y financiar a las grandes empresas, o se especializarán para hacerlo en los mercados nacionales, financiando a las PYME. En cuanto al crédito, generará cada vez menos rendimientos y exigirá un mayor y preciso análisis de riesgos, frente a otras alternativas como la financiación de los inversores institucionales o la financiación directa de los mercados.

2. Desde el punto de vista de la financiación empresarial, los cambios apuntados en los sistemas financieros, junto con la mayor estabilidad de los cuadros macroeconómicos y la reducción de los déficit públicos, mejorarán las expectativas de inversión de las empresas y sus posibilidades de financiación. Pero ello les exigirá una dirección financiera más cualificada, que sepa interpretar las «señales» de los mercados financieros, negociar las condiciones de los créditos con las entidades bancarias según la clase de riesgo de las empresas y adecuar la rentabilidad de los activos al coste del capital.

3. Dentro de las anteriores pautas generales, las relaciones entre los sistemas financieros de ca-

da país y la financiación de sus empresas son diferentes e idiosincrásicos, pero se pueden agrupar en modelos homogéneos de comportamiento a lo largo del tiempo que resultan, a su vez, diferentes de otros modelos. Sin embargo, las agrupaciones de países con modelos económico-financieros semejantes, tienen diferentes componentes según que se consideren todas las variables relevantes de cada país (económicas y financieras) o sólo sus variables financieras. Lo que sugiere la existencia de diferentes grados de eficiencia y competitividad: en los sistemas financieros, en sí mismos, y en su funcionalidad como asignadores y canalizadores del ahorro en las economías.

4. Dentro del análisis exploratorio de agrupamientos, las economías y los sistemas financieros de EE.UU., Japón y Suiza presentan características claramente diferenciadas de los demás países. Pero no se atienen a un modelo de relaciones «banca-industria» único, ya que en EE.UU. y Suiza tienen un peso predominante los mercados, en tanto que en Japón lo tienen tanto los mercados como los intermediarios bancarios. Son también muy específicos los modelos económico-financieros de Suecia, Noruega y Holanda, que se caracterizan por el elevado peso de los inversores institucionales, que compensa la relativa menor importancia de sus mercados. A ese respecto, es también de destacar la heterogeneidad que se observa entre los países nórdicos, que siempre aparecen clasificados en grupos diferentes. Por último, existen claras diferencias entre los sistemas financieros de países con una dimensión media reducida en sus empresas, como son Portugal, Italia, Grecia y España, con respecto de aquellos otros cuya dimensión media empresarial es muy superior, como Alemania y Francia. Lo que sugiere una vinculación entre la funcionalidad del sistema financiero y las características estructurales del sector empresarial al que éste financia.

5. El análisis exploratorio de regresión evidencia, con las opiniones de los agentes, la relación teórica que existe entre la disponibilidad de crédito por parte de las empresas y la adecuada funcionalidad del sistema financiero, que depende tanto de la existencia de tipos de interés que no penalicen el coste del capital de las empresas como del funcionamiento de un mercado bursátil que ejerza su función de traslación del ahorro a la inversión empresarial. Sin embargo, y con datos efectivos, también muestra que la mayor dimensión del sector bancario y el mayor volumen de negociación bursátil pueden perjudicar la financiación de determinados sectores de actividad o de segmentos de empresas según su dimensión. La justificación de este hecho radica en que el mayor tamaño de las entidades bancarias y del mercado bursátil favorece la financiación de las grandes empresas, considerando su poder de negociación de las condiciones crediticias y su capacidad de desintermediación; pero, *sensu contrario,* puede excluir las demandas crediticias de la mayoría de PYME que constituyen el sector empresarial de los países considerados.

6. De la contrastación de modelos econométricos de regresión con datos de panel se deduce que, si bien hay muchos factores que determinan el «apalancamiento bancario» de cada empresa concreta en los países considerados, un porcentaje notable de las variaciones en su *ratio* de deuda bancaria/capital se debe a las siguientes variables: garantías tangibles («colaterales»), fuentes alternativas de financiación como la generación interna de recursos o los créditos de provisión, dimensión de las empresas y expectativas de crecimiento de éstas. La estimación favorable de este modelo mediante MCG, y su mayor capacidad explicativa conforme se incrementa la base temporal del análisis, confirman su validez y progresiva mayor vigencia en los principales países industrializados.

7. Atendiendo a la significatividad de las variables estimadas, la mayor capacidad explicativa del apalancamiento bancario de las empresas radica en su generación interna de recursos, en su aportación de garantías o «colaterales» al crédito, y en su acceso al crédito de provisión. En el primer caso, la relación inversa que existe entre los recursos generados y el crédito confirma la teoría del orden de preferencia, y la primacía que las empresas dan a la financiación interna, bien por su mayor autonomía y flexibilidad para la dirección, o bien por ser la única fuente posible para empresas «jóvenes» o de pequeña dimensión. En el segundo caso, los «colaterales» suponen la contrastación favorable de la hipótesis que predice dotaciones de crédito relacionadas directamente con la cuantía de los activos asegurables, aunque también la vinculación que existe entre los mayores activos a financiar y las mayores necesidades crediticias de las empresas que disponen de ellos. En el tercero, los créditos de provisión confirman la hipótesis de su influencia sobre el crédito bancario, ya sea como financiación sustitutiva o como complementaria de éste, en función de la disponibilidad y los plazos del crédito, y del tamaño de las empresas prestatarias.

BIBLIOGRAFÍA

ALLEN, F. (1993), «Stock markets and resource allocation», en MAYER, C. y VIVES, X. (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, Cambridge University Press, págs. 81-108.

ARJONA, R.; VIALA, P., y WAGENVOORT, R. (1998), «Small business finance and the European financial environment: Some empirical evidence», *Economic and Financial Reports,* n.º 98/03, European Investment Bank, Luxemburgo.

COMISIÓN EUROPEA (2000), *Bank for the Accounts of Companies Harmonised,* Proyecto BACH, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG II).

CONSTAND, R. L.; OSTERYOUNG, J. S., y NAST, D. A. (1991), «Asset-based financing and the determinants of capital structure in the small firm», en YAZDIPOUR, R. (ed.), *Advances in Small Business Finance,* Kluwer Academic Press, Amsterdam, págs. 29-45.

DE NEDERLANDSCHE BANK (1999), «The significance of the European capital market for corporate financing», *Quarterly Bulletin* (diciembre), págs. 31-39.

DIAMOND, D. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, n.º 51, págs. 393-414.

DURAND, M.; SIMON, J., y WEBB, C. (1992), «OECD's indicators of international trade and competitiveness», *OECD Economic Working Paper*, n.º 120.

EDWARDS, J., y FISCHER, K. (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Centre for Economic Policy Research, Cambridge University Press, Cambridge.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB) (1999), *Possible effects of EMU on the EU Banking Systems in the Medium to Long Run*, Francfort, febrero.

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G., y PETERSEN, B. C. (1988), «Financing constraints and corporate investment», *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1 (agosto), págs. 141-195.

FISHER, I. (1930), *The Theory of Interest*, Macmillan, Nueva York. La reimpresión de 1965, con igual título, es de August M. Kalley Publisher, Nueva York.

GUAL, J. (1999), «Deregulation, integration and market structure in European banking», *European Investment Bank (EIB) Papers,* volumen 4, n.º 2, págs. 34-49.

HELLWING, M. (1991), «Banking, financial intermediation and corporate finance», en GIOVANNINI, A. y MAYER, C. (eds.), *European Financial Integration,* Cambridge University Press, Cambridge.

HERNÁNDEZ DE COS, P., y HERNANDO, I. (1998), «El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas», *Documento de Trabajo* n.º 9810, Servicio de Estudios, Banco de España.

HURST, Ch.; PERÉE, E., y FISCHBACH, M. (1999), «On the road to wonderland? Bank restructuring after EMU», en EUROPEAN INVESTMENT BANK (1999), *European Banking after EMU*, págs. 83-104.

INTERNATIONAL INSTITUTE FOR THE MANAGEMENT DEVELOPMENT (IMD) (1994-2000), *The World Competitiveness Yearbook 1993-1999.*

JAFFEE, D. M., y RUSSELL, T. (1976), «Imperfect information, uncertainty, and credit rationing», *Quarterly Journal of Economics*, volumen 90, n.º 4, págs. 651-666.

JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics,* n.º 1, págs. 305-360.

LELAND, H., y PYLE, D. (1977), «Information asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, n.º 32, páginas 371-387.

MAROTO, J. A. (1993), «La financiación empresarial y el sistema financiero», *Economía Industrial,* n.º 293 (sept.-oct.), págs. 77-88.

— (1994), «Los factores financieros y la competitividad de la economía española», *Cuadernos de Información Económica,* n.º 90 (sept.), págs. 143-151.

— (1998), «Los retos del euro para las empresas españolas», *Cuadernos de Información Económica*, nº 130 (enero), págs. 1-16.

MAYER, C. (1988), «New issues in corporate finance», *European Economic Review* , n.º 32, págs. 371-387.

— (1990), «Financial systems, corporate finance and economic development», en HUBBARD, G. R. (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.

MELLE, M. (1997), «La actividad financiera de las grandes superficies. Caracterización de sus modelos de comportamiento», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 57, págs. 11-34.

MILGROM, P., y ROBERTS, J. (1993), *Economía, organización y gestión de la empresa,* Ariel Economía, Barcelona.

MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 48 (junio), págs. 261-297.

MYERS, S. C., y MAJLUF, N. S. (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, vol. 13 (junio), páginas 187-221.

OCDE (2000), *Bank Profitability; Financial Statements of Banks,* OCDE, Bruselas.

OCHOA, J. L. (1993), «Una revisión de la relación entre la banca y la industria en España», *Economía Industrial*, n.º 293, págs. 89-102.

RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *Journal of Finance*, n.º 50, págs. 1421-1460.

RAYMOND, J. L.; MAROTO, J. M., y MELLE, M. (1999), «Inversión y crecimiento empresarial: Factores condicionantes», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 78-79, págs. 102-121.

SAUNDERS, A. (1994), *Financial Institutions Management: a modern perspective*, Irwin, Sydney.

STIGLITZ, J. E., y WEISS, A. (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, n.º 71, páginas 393-410

WAGENVOORT, R., y HURST, C. (1999), «How well do European loan markets work? Some insights from the financial structure of SMEs in three countries», *European Investment Bank (EIB) Papers,* volumen 4, n.º 2, págs. 64-86.

WALKER, D. A. (1991), «An empirical analysis of financing the small firm», en YAZDIPOUR, R. (ed.), *Advances in Small Business Finance,* Kluwer Academic Press, Amsterdam, págs. 47-61.

WATSON, N. (1999), «El canal del crédito bancario. Un análisis empírico con datos empresariales», *Boletín Económico* (mayo), Banco de España, págs. 29-35.

WORLD ECONOMIC FORUM (WEF) (1994-2000), *The Global Competitiveness Report 1993-1999.*

Resumen

Este trabajo analiza los cambios producidos en los modelos de relación «banca-industria» en los principales países desarrollados, con un triple objetivo: 1.º) Caracterizar los sistemas financieros de los quince países de la UE, para describir la función de los intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) y los mercados en la financiación de las empresas. 2.º) Clasificar los grupos de variables, económicas y financieras, que condicionan la competitividad comparada internacional de los países y de sus empresas (EE.UU., Japón, los quince países de la UE, Suiza y Noruega). 3.º) Contrastar, con los datos contables de las empresas de esos países, los factores que explican sus modelos de relación con el crédito bancario. Se verifica así la paulatina convergencia de los sistemas de financiación a las empresas hacia modelos en los que coexisten los mercados y los diversos intermediarios financieros.

Palabras clave: Sistema financiero, crédito bancario, financiación empresarial, Unión Europea, OCDE.

Abstract

This article examines the changes that have taken place in the «banking-industry» relationship models in the main developed countries, with a triple objective: 1) Characterize the financial systems of the fifteen countries of the EU, so as to describe the function of the financial intermediaries (banking and non-banking) and the business financing markets. 2) Classify the groups of economic and financial variables that determine the comparative international competitiveness of countries and their companies (USA, Japan, the fifteen countries of the EU, Switzerland and Norway). 3) Compare the factors explaining their models of relationship with bank credit with the accounting data of the companies of those countries. We also confirm the gradual convergence of business financing models towards models in which the markets and the different financial intermediaries exist side by side.

Key words: financial system, bank credit, business financing, European Union, OECD.

JEL classification: G150, G210, G320.