

«MERCADOS DE CRÉDITO»

En el proceso de recuperación y resolución de la crisis, el crédito aparece habitualmente como uno de los catalizadores fundamentales. Las restricciones de financiación durante los años de turbulencia financiera fueron significativas y aún persisten en muchos países, donde la recuperación del crédito se está produciendo muy lentamente. Parte de esta ralentización se debe a la necesidad del sector privado de esas economías de disminuir los niveles de deuda. Ese desapalancamiento implica una reducción de los saldos crediticios que, aun siendo compatible con flujos de nueva financiación, tiene un impacto negativo en el crédito total e implica un coste de oportunidad en términos de canalización de recursos hacia la inversión productiva.

Los reguladores y supervisores se han afanado por tratar de ofrecer medidas que puedan elevar la liquidez en el sistema y favorecer los mecanismos de financiación. Las expansiones cuantitativas son un buen ejemplo de ello, pero también las múltiples acciones orientadas a aumentar la variedad de fuentes de financiación disponibles para los sectores más vulnerables de la economía y, en particular, para los hogares y las pequeñas y medianas empresas (pymes).

En la configuración de un nuevo sistema financiero poscrisis, el crédito tiene un papel determinante, pero el propio concepto está cambiando en la medida en que lo hacen las tecnologías que le dan soporte. Esta transformación no se refiere únicamente a la emergencia reciente de la llamada «financiación alternativa» (*crowdfunding, online business to business, ...*), sino a la diversidad de formas en las que se puede aproximar la actividad crediticia en distintas jurisdicciones.

**EN LA CONFIGURACIÓN
DE UN NUEVO
SISTEMA FINANCIERO
POSCRISIS, EL CRÉDITO
TIENE UN PAPEL
DETERMINANTE, PERO
EL PROPIO CONCEPTO
ESTÁ CAMBIANDO
EN LA MEDIDA EN
QUE LO HACEN LAS
TECNOLOGÍAS QUE LE
DAN SOPORTE**

En este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se abordan estas cuestiones bajo el título «Mercados de crédito». Para ello, se cuenta con la colaboración de expertos nacionales e internacionales en esta materia. El volumen, en cierto modo, complementa los esfuerzos realizados desde Funcas para ofrecer al lector una muestra de algunas de las principales tendencias en el sector bancario mundial en lo que respecta al crédito y sus diferentes manifestaciones, con atención particular al caso español. Las contribuciones se dividen en tres grandes bloques que comprenden «crédito, tecnología y macroeconomía», «regulación, mercados e instrumentos», y «estructura de mercado y otros aspectos técnicos».

A. CRÉDITO, TECNOLOGÍA Y MACROECONOMÍA

El volumen se abre con la contribución de **Santiago Carbó** (Bangor University y Funcas) y **Francisco Rodríguez** (Universidad de Granada y Funcas) en su artículo «El crédito en el entorno internacional poscrisis». Los autores analizan los cambios en los mercados de crédito internacionales con la crisis financiera. Los datos analizados muestran que el crédito bancario sigue siendo el mecanismo preponderante por el que se financia el sector privado, si bien la recuperación de esta financiación tras la crisis está siendo lenta y desigual. Todo ello, a pesar de que en la mayoría de los mercados se observa una creciente diversificación de fuentes de financiación, con los operadores no bancarios ganando terreno y con un potencial aún por desarrollar de la llamada «financiación alternativa». En todo caso, a pesar de la mayor variedad de alternativas financieras, parece que el desarrollo del papel de los bancos en la oferta crédito es compatible con el crecimiento paralelo de otros operadores y mercados. Las entidades bancarias, eso sí, se han visto y se verán especialmente afectadas de forma negativa por la presión regulatoria y tendrán que asumir retos tecnológicos que, hasta el momento, solo han adoptado de forma incipiente. Con datos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional se analizan la variación en las condiciones crediticias antes y después de la crisis en 37 países, observándose, entre otras cuestiones, una recuperación (aunque desigual) de la ratio «crédito/PIB», una mayor diversificación de los proveedores de financiación, mayor calidad del crédito (menor morosidad) y menores márgenes y precios. En este sentido, parece que el gran reto futuro para los mercados de crédito no va a ser tanto la cantidad como los aspectos cualitativos. El cambio más profundo será la reorientación de la llamada «banca relacional», la que aprovecha la información entidad-cliente y, en particular, la que se refiere al negocio con pymes. Aunque los bancos podrían seguir teniendo una ventaja comparativa en préstamos «relacionales» –aquellos en los que el conocimiento de los prestatarios resulta fundamental para su

evaluación— existen oportunidades para todo intermediario que quiera funcionar con éxito en el entorno poscrisis, ya que explotar ventajas que hasta ahora se consideraban exclusivas de los bancos pequeños pueden ser ahora extensibles a instituciones de cualquier dimensión, siempre que sean capaces de ofrecer servicios tecnológicos capaces de soportar costes marginales menores que los actuales.

Tanto en entorno del crédito durante la crisis como en el entorno de recuperación se ha visto también hondamente influido por las acciones de política monetaria. El artículo «Incidencia de la política monetaria en el vencimiento de los préstamos y la disponibilidad de crédito» de **Lamont K. Black** (DePaul University) y **Richard J. Rosen** (Banco de la Reserva Federal de Chicago) trata estas cuestiones. Black y Rosen observan que los cambios en la política monetaria inciden en la oferta de préstamos bancarios. En respuesta a un endurecimiento de la política monetaria, las entidades bancarias reducen el vencimiento medio de su oferta de préstamos, lo que, con el tiempo, disminuye de manera efectiva la disponibilidad de crédito. Esto coincide con teorías recientes que sugieren que los préstamos a largo plazo son particularmente sensibles a la política monetaria. Los autores sugieren que un incremento de un punto porcentual en el tipo de interés de los fondos federales en Estados Unidos reduce el vencimiento medio de la oferta de préstamos en un 3,3 por 100, lo que contribuye a un descenso del 8,2 por 100 de la oferta de préstamos a largo plazo de una entidad bancaria típica. En definitiva, sugieren que el vencimiento de los préstamos constituye un importante mecanismo de política monetaria a través del canal de préstamos bancarios. Asimismo, observamos que la distribución de la oferta de préstamos, tanto en entidades bancarias grandes como pequeñas, es sensible a la política monetaria. En el contexto de la crisis financiera y de deuda soberana global, los resultados demuestran que la relajación de la política monetaria puede tener un efecto atenuante sobre la «contracción del crédito».

Si hay un conjunto de empresas particularmente vulnerables a las restricciones financieras, son las pymes. El artículo «Crisis financieras, canales de concesión de crédito y acceso de las pymes a la financiación» de **Gregory F. Udell** (Indiana University) parte del llamado «paradigma de los canales de concesión de crédito» —desarrollado por el autor en trabajos anteriores— como herramienta para comprender el modo en que los sistemas financieros otorgan crédito a las pymes. Este paradigma hace hincapié en que diferentes grupos de prestamistas practican tecnologías crediticias relativamente distintas en la financiación a las pymes. Estas combinaciones de tipo de prestamista y de tecnología de crédito forman los denominados canales de concesión de crédito a través de los cuales se extiende financiación a las pymes. Los canales disponibles pueden variar considerablemente de

EL CRÉDITO BANCARIO SIGUE SIENDO EL MECANISMO PREPONDERANTE POR EL QUE SE FINANCIA EL SECTOR PRIVADO, SI BIEN LA RECUPERACIÓN DE ESTA FINANCIACIÓN TRAS LA CRISIS ESTÁ SIENDO LENTA Y DESIGUAL. TODO ELLO, A PESAR DE QUE EN LA MAYORÍA DE MERCADOS SE OBSERVA UNA CRECIENTE DIVERSIFICACIÓN DE FUENTES DE FINANCIACIÓN

LAS COMBINACIONES DE TIPOS DE PRESTAMISTA Y DE TECNOLOGÍA DE CRÉDITO FORMAN LOS DENOMINADOS CANALES DE CONCESIÓN DE CRÉDITO A TRAVÉS DE LOS CUALES SE EXTIENDE FINANCIACIÓN A LAS PYMES

unos países a otros, dependiendo de la estructura institucional de las entidades y el entorno crediticio.

El autor analiza diferentes jurisdicciones y pone el foco de atención en el caso de España durante la crisis, especulando sobre cómo podría adaptarse el paradigma de los canales de crédito al sistema financiero español preexistente antes de la crisis en España, y cuál podría haber sido el comportamiento de los diferentes canales durante la crisis. En el artículo se muestra, asimismo, que el paradigma de los canales de concesión de crédito también se ha revelado útil para identificar algunas interrogantes clave, que permanecen todavía sin respuesta, relativas a la evolución del acceso de las pymes a la financiación durante la crisis en España.

En el acceso de las empresas a la financiación, los tipos de interés soportados se convierten en un elemento especialmente sensible de acceso en tiempos de restricción crediticia. En la contribución «Modelización de los diferenciales de crédito corporativo: Una revisión selectiva y apuntes para futuras investigaciones» de **José A. López** (Banco de la Reserva Federal de San Francisco) se analiza la literatura académica sobre los diferenciales (o *spreads*) de crédito corporativo –la diferencia de rentabilidad entre un bono corporativo y otro bono sin riesgo de similar vencimiento. El autor observa el rápido crecimiento en los últimos años de los análisis de estas cuestiones, lo que se ha debido tanto a los desarrollos en la modelización teórica como a las nuevas fuentes de datos estadísticos. Así, se repasan los múltiples enfoques y modelos y las diversas aplicaciones de los *spreads* del crédito corporativo. El mercado de bonos corporativos –considerado en sentido amplio, es decir, incluidos los préstamos secundarios y los derivados de crédito– es un impulsor clave de las numerosas decisiones microeconómicas específicas a cada empresa que, una vez agregadas, dan lugar a los resultados macroeconómicos. En este sentido, López sostiene que los nuevos estudios basados en los *spreads* de los bonos corporativos deberían contribuir a una mejor comprensión de estos temas, de forma parecida a como lo hizo la amplia literatura basada en los precios de las acciones. Pero, dado el mayor número de empresas y la clase mucho más amplia de inversores que aglutina el mercado de crédito corporativo, los estudios a partir de datos de *spreads* corporativos podrían arrojar más luz sobre una franja más importante de la economía.

B. REGULACIÓN, MERCADOS E INSTRUMENTOS

La primera de las contribuciones del segundo bloque realiza una comparativa de regulación, mercados e instrumentos para el crédito a am-

bos lados del Atlántico. Con el título «La transformación de la actividad de intermediación bancaria en Estados Unidos y Reino Unido: Evolución reciente del crédito bancario y perspectivas» **Clara Isabel González Martínez** y **José Manuel Marqués Sevillano** (Banco de España) sugieren que la crisis financiera ha supuesto una transformación en la labor de intermediación de las entidades bancarias que durante la crisis han tenido que ajustar su actividad y una vez superada, tienen que adaptarse a un nuevo entorno marcado por los cambios regulatorios y una mayor presencia de la intermediación a través de mercados de capitales. La experiencia de Estados Unidos y el Reino Unido ofrece, a juicio de los autores, una panorámica relevante para analizar los cambios que se han experimentado en los mercados de crédito y el escenario a futuro en el crédito bancario. Tras un análisis exhaustivo de estos mercados, señalan que las entidades bancarias se han hecho más solventes, con menor capacidad de intermediación, pero con mayor resistencia ante los ciclos económicos. También sugieren que, en la industria bancaria, es necesaria una revisión de las áreas estratégicas en función del tipo de entidad: las entidades de mayor tamaño fomentan las economías de escala y el ahorro de costes, potenciando áreas como la gestión de datos que requieren elevadas inversiones tecnológicas, pero tienen fuertes economías de escala. Las áreas más intensivas en capital o más basadas en la relación personal con el cliente son ocupadas por entidades de menor tamaño con un mayor grado de especialización o por participantes del sector bancario en la sombra que tiene que afrontar unos menores costes regulatorios (como por ejemplo ocurre en el caso de EE.UU. con los *community banks*). Asimismo, se indica que las entidades deberán afrontar cambios en los patrones de los demandantes de crédito que probablemente impliquen menor tolerancia al endeudamiento. Finalmente, en consonancia con otras contribuciones anteriores de este volumen, González y Marqués indican que las nuevas tecnologías amplían las posibilidades de intermediación fuera del sector bancario, por ejemplo, de la banca a través del teléfono móvil o a través de plataformas *peer to peer*. A pesar del elevado crecimiento reciente de algunas de estas actividades, su peso es relativamente reducido y en cualquier caso la evolución de estas actividades se encontrará condicionada por el cumplimiento de unos estándares de seguridad, información y transparencia.

La crisis financiera ha supuesto una transformación en la labor de intermediación de las entidades bancarias que durante la crisis han tenido que ajustar su actividad y una vez superada, tienen que adaptarse a un nuevo entorno marcado por los cambios regulatorios y una mayor presencia de la intermediación a través de mercados de capitales

Un análisis de la diversificación de las posibilidades de financiación empresarial no puede dejar de lado los llamados «mercados alternati-

vos». En el artículo «El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Evolución y perspectivas» el presidente del MAB, **Antonio Giralta Serra**, y su vicepresidente y director gerente, **Jesús González Nieto-Márquez**, analizan la relevancia adquirida por este mercado en España. Sugieren que un modelo de financiación empresarial que tiene como fuente casi exclusiva el crédito bancario es poco sostenible y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del mismo. Para suplirlo, indican que es necesario ofrecer a las pymes un acceso eficiente y justo a un abanico más amplio de financiación, que complementa la del crédito bancario. En este contexto, abrir vías para la financiación de las pymes a través de fondos propios se convierte también en una necesidad. Los mercados de capitales, señalan los autores, constituyen un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios por parte de las empresas, vía ampliaciones de capital. Se sugiere que tradicionalmente las pymes españolas no se han acercado al mercado de valores, por cuatro grandes razones: la abundancia del crédito, el temor a la pérdida de control de la compañía, la complejidad regulatoria y la mayor transparencia por la incorporación al mercado y los costes económicos de acceso y permanencia en el mismo. Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización se están consolidando en Europa. Con esa referencia, en España y promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME), se puso en funcionamiento en 2009 el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) dirigido a empresas de reducida capitalización (pymes). Giralta y González indican que la evolución del MAB presenta un balance satisfactorio que permite afirmar que con este mercado las pymes en expansión disponen de una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios. Además de esa valoración favorable, 28 compañías y cerca de 400 millones de nuevos recursos propios captados, la evolución del MAB pone también de manifiesto otros resultados positivos para las empresas que se han incorporado, como son, en términos cuantitativos, un crecimiento de las principales magnitudes económicas agregadas de dichas compañías y, en términos cualitativos, los efectos también positivos derivados de la mayor notoriedad, prestigio, transparencia y rigor consecuencia de la incorporación al MAB.

Ahondando en el caso español, junto con los mercados alternativos, el apoyo «oficial» a la financiación se antoja también determinante. En su artículo, «El papel del crédito oficial en España», **Irene Garrido Valenzuela**, presidenta del Instituto de Crédito Oficial (ICO), sugiere que la crisis económica y el inicio de la recuperación requirieron por parte de ICO del desarrollo de una política claramente «contracíclica» para paliar los efectos negativos de la crisis en la financiación de las empresas, contribuir al crecimiento económico e incentivar el flujo de crédito en la economía. De esta forma, indica Garrido que la presencia del ICO en la economía española se ha hecho más patente en

estos últimos años, adquiriendo un mayor protagonismo en el sistema financiero y posicionándose entre las mayores entidades financieras del país por volumen de activos. En 2015, sugiere la autora, la recuperación de la economía española se ha consolidado apoyada en la demanda interna y las exportaciones, alcanzando un crecimiento muy por encima del promedio de la zona del euro gracias a las reformas estructurales emprendidas que marcan el crecimiento diferencial de España al haber permitido recuperar la competitividad perdida desde la entrada del euro y tener una mayor capacidad para generar empleo. En este nuevo entorno de recuperación y también de mayor integración en la zona del euro, el artículo indica que el ICO adaptará su papel contracíclico para seguir favoreciendo un marco de financiación estable para las empresas. Para ello, tratará de buscar una mayor especialización promoviendo actuaciones que aporten un valor añadido diferencial y soporten la recuperación y el crecimiento, adecuando de forma paulatina su tamaño de balance y peso relativo en el sistema financiero a unos niveles propios de una economía en fase de crecimiento, manteniendo su posición complementaria y subsidiaria con el sector financiero privado, alineándose con la actividad de otros bancos promocionales nacionales de la UE y actuando siempre conforme a las mejores prácticas internacionales, de prudencia y solvencia bancaria. En concreto, el ICO seguirá promoviendo nuevas actividades que aporten valor y apoyen la recuperación y el crecimiento, con un especial énfasis en la internacionalización a largo plazo de la economía como banco especializado en la financiación de actividades en el exterior. Además, destaca el Plan Juncker de inversiones europeo, que debería contribuir a impulsar la actividad de ICO como banco de desarrollo especializado en la financiación de infraestructuras a largo plazo y bajo una actuación coordinada con otros Bancos Promocionales Europeos y el Grupo BEI.

Los mecanismos de financiación alternativa (tanto los más recientes como los que se venían desarrollando anteriormente) ocupan un lugar destacado en este volumen dedicado a los mercados de crédito. En este sentido, en el artículo «*Crowdfunding* en la Unión Europea: Factores impulsores y atractivo» **Daniele Previati** (Università degli Studi Roma Tre), **Giuseppe Galloppo** (Università degli Studi della Tuscia) y **Andrea Salustri** (Università degli Studi Roma Tor Vergata) subrayan que las empresas deberían maximizar el atractivo del *crowdfunding* actuando sobre los factores determinantes que puedan controlar directamente porque de esta forma mejorarán sus negocios. Los autores muestran que si una empresa desea mejorar sus probabilidades de obtener financiación mediante *crowdfunding*, debería incrementar sus activos «de *hardware*» (equipos informáticos: dispositivos y sistemas de comunicación»). Otro aspecto significativo es mejorar las competencias de la empresa en el uso de los medios de comunicación en

LA CRISIS ECONÓMICA Y EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN REQUIRIERON POR PARTE DE ICO DEL DESARROLLO DE UNA POLÍTICA CLARAMENTE «CONTRACÍCLICA» PARA PALIAR LOS EFECTOS NEGATIVOS DE LA CRISIS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS, CONTRIBUIR AL CRECIMIENTO ECONÓMICO E INCENTIVAR EL FLUJO DE CRÉDITO EN LA ECONOMÍA

Internet. Desde el punto de vista del emprendedor, para determinar las probabilidades de recibir fondos mediante *crowdfunding*, en primer lugar hay que valorar, según los autores, si el entorno económico en el que se desenvuelve es adecuado para este tipo concreto de financiación. Por lo que respecta a las repercusiones en materia de política, Previati, Gallopo y Salisti señalan que el debate gira en torno a las ventajas que puede presentar un país con un entorno favorable a la innovación, con un mercado de crédito eficiente y un indicador elevado que acredite sus buenas condiciones para hacer negocios, lo que también confirma que el país no se ve lastrado por un exceso de burocracia. Los responsables de formulación de políticas también pueden recurrir a incentivos fiscales para impulsar los ingresos provenientes de los negocios en Internet aplicando, por ejemplo, unos tipos impositivos más favorables para las transacciones *online* y, de esta forma, favorecer el desarrollo del mercado digital. Se sugiere también que las autoridades podrían aplicar un tipo impositivo más bajo a las inversiones financieras en *crowdfunding* para *start-ups* basadas en nuevas iniciativas empresariales y que, desde el punto de vista educativo, los responsables de formulación de políticas también pueden impulsar la difusión de programas de formación que permitan mejorar las competencias necesarias para interactuar con Internet.

Entre los servicios de financiación alternativos que venían desarrollándose antes de la crisis, se cuenta con una contribución que presta atención a «El sector del *factoring* en la Unión Europea». **Franco Fiordelisi** (Universidad Roma Tre) señala que los servicios de *Factoring* y Financiación Comercial (FFC) se encuentran presentes en más de 50 países y que el mercado mundial creció desde 45.000 millones de euros en 1980 hasta 2,13 billones de euros en 2012, con más de 2.400 empresas en todo el mundo y una nómina total cercana a los 46.000 empleados. Su artículo aporta una radiografía detallada del sector FFC europeo (que agrupa al 60,9 por 100 del sector mundial) en 2010 y 2011. En concreto, el informe pone el foco en los siguientes países: Reino Unido (13,7 por 100 del volumen mundial de *factoring* en 2012), Francia (8,7 por 100), Italia (8,5 por 100), Alemania (7,4 por 100), España (5,8 por 100) y Polonia (1,1 por 100). En general, los países analizados representan un 74,3 por 100 del sector europeo de FFC y un 45,3 por 100 del sector mundial. Fiordelisi evalúa la demanda efectiva de productos de FFC. En términos numéricos, el Reino Unido cuenta con la base más grande de clientes, seguido de Francia, Italia, Alemania y Polonia. Si observamos la dimensión media de los contratos de FFC, el resultado, señala el autor, es bastante heterogéneo: el mayor tamaño medio de contrato se registra en Alemania, seguido de Italia, Reino Unido, Francia y Polonia. Centrándonos en la oferta, se muestra que el sector británico registra la mayor cifra de cesiones de *factoring*, seguido de Francia, Italia, Alemania, España y

Polonia. El panorama cambia bastante si observamos el saldo de créditos cedidos vivos: la mayor cantidad de cesiones vivas se registra en España (64.000 millones de euros), seguido de Italia (57.000 millones de euros), Reino Unido (37.000 millones de euros), Francia (25.000 millones de euros), Alemania (13.000 millones de euros) y Polonia (3.000 millones de euros).

El atractivo del desarrollo de sistemas alternativos de financiación resulta innegable, pero, como con cada innovación, surgen dudas sobre su control regulatorio efectivo. **Fernando Zunzunegui** (Universidad Carlos III de Madrid) analiza algunas de estas cuestiones en el artículo «*Shadow Banking, Crowdfunding y seguridad jurídica*». Señala el autor que el *crowdfunding* es una nueva figura del mercado financiero que debe contar con un marco legal flexible, basado en principios, dejando al reglamento y a los criterios del supervisor la concreción de la norma. Los organismos internacionales de regulación financiera, señala Zunzunegui, deberían avanzar en los principios de regulación del *crowdfunding* con el fin de evitar el arbitraje regulatorio y que las empresas opten por prestar servicios desde aquellos lugares que tengan regulaciones más laxas. Las soluciones legales en Derecho comparado carecen de homogeneidad y crean inseguridad en las empresas que operan en diversos países. En el caso español, el autor sugiere que la legislación puesta en marcha cumple los objetivos mínimos para crear seguridad jurídica en el ejercicio de las actividades de *crowdfunding* en España. Dota de certeza al marco normativo, permite confiar en su supervisión a cargo de la CNMV y, por fin, existe previsibilidad sobre las conductas de las plataformas de financiación participativa. Añade, en todo caso, que se debe confiar en las soluciones que ofrece el mercado con una intervención mínima de las actividades alternativas a la banca.

Otro de los aspectos de interacción entre mercados e instituciones en la evolución crediticia es el papel de las agencias de financiación. En el artículo «*Ratings y financiación empresarial*», **Juan Fernández de Guevara** (Universidad de Valencia) y **Carlos Salvador** (Cunef) señalan que, aunque las agencias de calificación únicamente emiten una opinión sobre la solvencia de una empresa o instrumento financiero, su papel en las economías es relevante, fundamentalmente, por dos motivos. En primer lugar, porque es un instrumento a disposición de los inversores y emisores para reducir las asimetrías de información de las características de la intermediación financiera. En segundo lugar, la regulación ha otorgado a los *ratings* un papel relevante en distintas dimensiones. Sin embargo, indican los autores, a raíz de la crisis financiera en 2008, las críticas al comportamiento de este tipo de agencias se han incrementado y se ha producido un movimiento regulatorio tendente a incrementar la transparencia de los métodos de

las agencias para emitir sus *ratings*, reducir la estructura oligopolística del sector, y reducir los conflictos de intereses generados por el hecho de que es el propio emisor el que paga a la agencia, entre otras cuestiones. Este trabajo ilustra dos canales por los que las agencias de calificación influyen en la financiación de la economía. El primero de ellos es por la evaluación del riesgo de empresas que acuden a los mercados. Tener un *rating*, especialmente si es bueno, contribuye a facilitar el acceso a los mercados financieros y no depender únicamente del crédito bancario, y a reducir el coste de la financiación. Sin embargo, la evidencia mostrada en este trabajo indica que son pocas las empresas las que disponen de *rating* del emisor, y muy concentradas en el sector financiero. Fernández y Salvador sugieren que la evidencia del endurecimiento de las políticas de calificación cuestiona el rol que se les asigna a las agencias de *rating* en las economías actuales e indican que sería de esperar que la regulación debería profundizar en la mayor transparencia de las políticas de calificación que ha comenzado a exigirse, así como en la mayor responsabilidad de las agencias por las calificaciones que emiten.

C. ESTRUCTURA DE MERCADO Y OTROS ASPECTOS TÉCNICOS

Este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se cierra con dos aspectos técnicos de estructura competitiva, uno referido al sector bancario y otro a los mercados. En el primero de ellos, titulado «Reestructuración bancaria y accesibilidad a los servicios financieros en España. Un análisis desde la competencia espacial», **Alfredo Martín-Oliver** (Universitat de les Illes Balears) y **Sonia Ruano** (Banco de España) analizan el impacto en las condiciones de acceso a los servicios bancarios de los procesos de reestructuración de estos intermediarios acontecidos en España. Señalan que la red de oficinas ha sido y continúa siendo un activo importante para la prestación de servicios bancarios y que su distribución espacial permite ajustar la distancia media que deben recorrer los clientes bancarios para acceder a los servicios, de manera que una densa red de oficinas contribuye al bienestar a través de aumentar la accesibilidad espacial a los servicios bancarios. Además, dentro de un modelo de banca relacional, la proximidad física entre la oficina bancaria y el cliente que necesita un préstamo facilita al banco el acceso a información «blanda» sobre la calidad crediticia de los prestatarios y la disponibilidad de crédito aumenta. Martín-Oliver y Ruano indican que la apertura de una oficina bancaria supone incurrir en costes fijos que deben recuperarse a través de volumen y margen por unidad de volumen. Si la oficina se abre en un territorio de baja densidad de demanda la delimitación espacial del mercado relevante de esa oficina será mayor que el de otra oficina localizada en un territorio de alta densidad. Ello es así porque con baja

densidad se necesita la demanda de clientes más lejanos al punto de localización de la oficina para generar el volumen de negocio suficiente para cubrir el coste fijo. Esto implica que a pesar de que en conjunto en España hay una red de oficinas bancarias relativamente amplia, la accesibilidad espacial o distancia media que los clientes bancarios deben recorrer para acceder a las oficinas será desigual, menor entre aquellos que viven en zonas de gran densidad de demanda y mayor entre aquellos que viven en territorios de baja densidad. Los autores concluyen que podría pensarse que ese descenso en el número de oficinas se produce porque se está cambiando el modelo y la menor red física de contactos entre los bancos y sus clientes se sustituye por contactos a través de la red digital. Sin embargo, consideran que la oficina bancaria sigue siendo un punto de acceso habitual a los servicios bancarios y, en este punto, conocer las causas y consecuencias del cierre de oficinas bancarias tiene relevancia, tanto para mejorar nuestro conocimiento sobre qué ocurre con el negocio bancario en España como para saber si de ese conocimiento se desprenden o no recomendaciones de políticas públicas.

LA RED DE OFICINAS HA SIDO Y CONTINÚA SIENDO UN ACTIVO IMPORTANTE PARA LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS BANCARIOS. SU DISTRIBUCIÓN ESPACIAL PERMITE AJUSTAR LA DISTANCIA MEDIA QUE DEBEN RECORRER LOS CLIENTES, MEJORANDO LA ACCESIBILIDAD

En la última contribución de este volumen, titulada «Capacidad de endeudamiento y generación de crédito: La importancia de los *bookrunners*», **Pedro J. Cuadros-Solas** (Universidad de Granada) señala que entre las lecciones aprendidas a raíz de la crisis europea destaca, por un lado, la fragilidad existente en la financiación de las entidades financieras y que la financiación empresarial basada únicamente en el crédito bancario implica patrones de dependencia que han resultado ser insatisfactorios para numerosas empresas. La emisión de deuda se ha configurado como una alternativa fundamental y, en este sentido, el papel que desempeñen los colocadores para facilitar el acceso de potenciales emisores a los mercados resultará clave, pues su actividad determina en última instancia las condiciones obtenidas en los mismos. El artículo analiza el acceso a los mercados financieros incidiendo en que dicho acceso ha podido cambiar con la crisis viéndose aumentado el papel de los colocadores. Las cifras muestran que los mercados financieros vuelven a reactivarse en Europa. Además, se aprecian cambios en una industria que ha estado caracterizada por su moderada concentración, la prevalencia de grandes bancos de inversión y el predominio de emisiones no sindicadas originadas por entidades financieras. El nuevo panorama que actualmente empieza a dibujarse muestra una industria menos concentrada y más competitiva, donde emisiones sindicadas con un número elevado de *bookrunners* son la opción más frecuente y con emisores procedentes de sociedades no financieras ocupando el horizonte. Este nuevo contexto comienza a tener efectos en el papel de los colocadores a la hora de afrontar la competencia, la gestión de las emisiones sindicadas y los nuevos emisores. Estos verán cómo su papel aumenta en la medida que los

mercados ganan peso a la vez que presenta nuevos retos en la forma en la que estos vienen desempeñando su labor.

En definitiva, este número de PAPELES dedicado a «Mercados de Crédito» trata de analizar, desde múltiples perspectivas, las no menos variadas formas de financiación y tecnologías disponibles para el crédito en el entorno poscrisis. En una perspectiva internacional, pero con especial atención al caso español, las diferentes contribuciones sugieren que los mercados crediticios serán más diversificados y complejos y que las pymes podrán encontrar fuentes de financiación más variadas. No obstante, esto no será óbice para que los bancos mantengan su preeminencia como principales financiadores de la inversión productiva.