



PAPELES  
DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

101

---

2004

ISSN: 0210-9107



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

#### PATRONATO

JUAN RAMÓN QUINTÁS SEOANE <i>(Presidente)</i>	DIDAC HERRERO AUTET
JOSÉ M. <sup>a</sup> MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN <i>(Secretario)</i>	RAFAEL JENÉ VILLAGRASA
JOSÉ M. <sup>a</sup> BUENO LIDÓN	ROBERTO LÓPEZ ABAD
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO	ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
	JESÚS MEDINA OCAÑA
	ATILANO SOTO RÁBANOS

#### PRESIDENTE DE HONOR

ENRIQUE FUENTES QUINTANA

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

##### CONSEJO DE REDACCIÓN

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ <i>(Director)</i>	MANUEL LAGARES CALVO
JULIO ALCAIDE INCHAUSTI	JUAN ANTONIO MAROTO ACÍN
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ	CARMELA MARTÍN GONZÁLEZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE <i>(Subdirector)</i>	FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ
FRANCISCO CASTELLANO REAL	JORGE PEREIRA RODRÍGUEZ
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES <i>(Redactor-jefe)</i>	JOSÉ LUIS RAYMOND BARA
	JOSÉ VILLAVERDE CASTRO

##### COORDINACIÓN GRÁFICA

Pilar López Isarría

##### PORTADA

Bravo-Lofish

##### EDITA

Fundación de las Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

##### PREIMPRESIÓN

VERSAL COMPOSICIÓN, S.L.  
Gamonal, 19, 1.º B. 28031 Madrid

##### IMPRIME

Raíz Técnicas Gráficas, S.L.  
Gamonal, 19. Polígono Industrial de Vallecas. 28031 Madrid

<i>Depósito legal:</i>	M. 402-1980
<i>ISSN:</i>	0210-9107
<i>Distribuye:</i>	G&M.-Madrid
<i>Precio del número 100 (dos vols.):</i>	17 €
<i>Periodicidad:</i>	Trimestral
<i>Materia:</i>	Economía financiera
<i>Base de datos:</i>	<a href="http://www.funcas.ceca.es">www.funcas.ceca.es</a>

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

## SUMARIO

### INTRODUCCIÓN EDITORIAL

#### Dinero, sistema financiero y crecimiento económico

V

### I. CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO AL CRECIMIENTO Y LA ESTABILIDAD ECONÓMICA

Reglas de tipo de interés y diseño óptimo de la política monetaria:	2	<i>Jordi Galí</i>
Sistema financiero y crecimiento económico: Panorama y evidencia para las regiones españolas:	14	<i>Santiago Carbó Valverde</i>

### II. NUEVOS ENFOQUES SOBRE REGULACIÓN Y CRÉDITO BANCARIO

Regulación financiera y redes de seguridad bancaria: Una comparación a escala internacional:	34	<i>Edward J. Kane</i>
De la jerarquía al mercado: La reforma financiera española desde la nueva economía institucional:	64	<i>Gonzalo Caballero Miguez</i>
El crédito a las PYME: Delimitación en una perspectiva global:	80	<i>Gregory F. Udell</i>
Conocimiento, información y creación de crédito: El impacto de la política monetaria:	99	<i>Sheila C. Dow</i>

### III. LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EUROPA

Convergencia, integración y competencia en los mercados financieros europeos:	114	<i>Joaquín Maudos y Francisco Pérez</i>
Eficiencia y competencia en el sistema bancario europeo:	137	<i>Philip Molyneux</i>
El tipo de interés de equilibrio:	153	<i>Ignacio Mauleón y Raúl Sánchez Larión</i>

#### IV. COMPETENCIA, GOBIERNO, EFICIENCIA Y TECNOLOGÍA EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

El gobierno de las entidades bancarias: Su evolución y el caso de las cajas de ahorros:	176	<i>Rafel Crespí Cladera y Miguel Á. García Cestona</i>
La competencia vía no-precio en el sector bancario español:	194	<i>José A. Novo Peteiro</i>
Eficiencias externa, técnica, interna y de gestión de las entidades financieras:	212	<i>Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Rafael López del Paso</i>
Especialización y precios en la industria bancaria europea. Estrategias competitivas y efectos macroeconómicos:	221	<i>Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández</i>
Tipos de interés, precio de los depósitos y desarrollo de los sistemas de pagos minoristas:	237	<i>Rafael López del Paso</i>
Estructura financiera regional y política monetaria. Una aproximación al caso español:	252	<i>Carlos J. Rodríguez Fuentes, David Padrón Marrero y Antonio J. Olivera Herrera</i>
El <i>fair value</i> y las entidades de depósito:	266	<i>Antonio M. López Hernández y Manuel Pedro Rodríguez Bolívar</i>
Los valores intangibles en las entidades financieras:	282	<i>Enrique Castelló Muñoz</i>

## DINERO, SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

**E**n las últimas décadas se ha asistido a un desarrollo sin precedentes de los sistemas financieros en la mayor parte de los países desarrollados. A medida que la desregulación, las tecnologías de la información y la innovación financiera han alterado de forma sustancial la evolución cuantitativa y cualitativa de los mercados e intermediarios financieros, se ha prestado una mayor atención a los fenómenos «monetarios» y «financieros» como elementos centrales en los mecanismos de crecimiento económico. No resulta sorprendente, en este sentido, que el estudio de aspectos tales como la naturaleza de las interacciones entre desarrollo financiero y crecimiento económico, de la dirección causal de este vínculo o la comparación entre diferentes arquitecturas para la configuración de los sistemas financieros hayan ocupado y ocupen gran parte de la atención de los investigadores y de las autoridades monetarias y económicas.

Con el título *Dinero, sistema financiero y crecimiento*, este volumen número 101 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA pretende recoger gran parte de las inquietudes actuales respecto a la evolución reciente y perspectivas futuras de los mercados e instituciones que configuran los sistemas financieros, de su papel en el crecimiento económico y de las políticas y relaciones institucionales que les afectan. Estos fenómenos constituyen algunas de las líneas prioritarias de investigación de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) y, de este modo, el presente número pretende servir a sus lectores como referencia informativa en un contexto económico en el que «lo monetario» y «lo financiero» imponen, al menos, dos grandes reflexiones en el marco español y europeo.

— En primer lugar, la integración y globalización financieras han dotado de notable complejidad a los mercados, a la vez que las entidades financieras desarrollan un gran número de estrategias competitivas en las que la interacción con los mercados es cada vez mayor. Estos cambios están alterando la estructura financiera de los distintos países y, por lo tanto, los mecanismos de financiación de los agentes privados y sus decisiones de inversión.

— La segunda reflexión atañe a las principales políticas económicas y la regulación, donde los términos «estabilidad», «competencia» e «integración» resumen las principales inquietudes para el futuro más inmediato, teniendo en cuenta las pautas que marcan la integración y la globalización financieras.

Con estas premisas, en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se presenta un variado espectro de estudios, estructurados en torno a cuatro grandes bloques: 1) la contribución del sistema monetario y financiero al crecimiento y a la estabilidad económica; 2) nuevos enfoques sobre regulación y crédito bancario; 3) la integración de los mercados financieros en Europa, y 4) competencia, gobierno, eficiencia y tecnología en las entidades financieras. Para ello se cuenta con la contribución de prestigiosos economistas de reconocidos centros de investigación nacionales e internacionales. Con la participación de gran parte de estos investigadores, algunas de las contribuciones de este número se presentaron y debatieron en las *Jornadas sobre dinero, sistema financiero y crecimiento económico* organizadas por FUNCAS y que, con el patrocinio de Caja Duero, se celebraron el 1 de julio de 2004 en Salamanca. Sirvan estas líneas para agradecer el apoyo de Caja Duero a tal evento.

Y quede también constancia de la gratitud de la Fundación de las Cajas de Ahorros al profesor **Santiago Carbó** (FUNCAS y Universidad de Granada) por su tarea de diseño y coordinación de este número, no escatimando esfuerzo en su realización y asumiendo en distintos aspectos la responsabilidad de una contribución directa a su contenido.

## LA CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO AL CRECIMIENTO Y A LA ESTABILIDAD ECONÓMICA

El sistema financiero ha gozado de un creciente protagonismo en las principales economías occidentales en los últimos años, en un ambiente marcado por la intensificación de la competencia y una considerable ampliación de los mercados. La necesidad de contar con un sistema financiero sólido y relativamente desarrollado, junto a otros factores, es uno de los elementos que instituciones tales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional vienen proclamando como requisitos fundamentales para el crecimiento económico en cualquier país. Al mismo tiempo, el papel de los bancos centrales adquiere un notable protagonismo en este proceso, puesto que los mecanismos de transmisión monetaria y el control de la estabilidad de precios determinan,

en gran medida, la eficiencia y eficacia con que se articula la conexión entre sistema financiero y desarrollo económico.

La contribución que abre este volumen la lleva a cabo el profesor de la Universidad Pompeu Fabra e investigador del CREI **Jordi Galí**, quien ha sido galardonado en el año 2004 con el prestigioso Premio Jaime I de Economía por sus contribuciones en el campo de la teoría monetaria. Precisamente, en su artículo se aborda, como tema central, el diseño óptimo de reglas de fijación del tipo de interés, ofreciendo una visión panorámica de las principales contribuciones recientes en este campo. El principal objetivo que se fija el autor es determinar la trascendencia de estas contribuciones, tratando de dar respuesta a cuestiones del siguiente tipo: ¿cómo debería fijar el banco central el tipo de interés para alcanzar sus objetivos?; ¿qué factores deberían llevar a un ajuste del tipo de interés y cuál debería ser el tamaño de tal ajuste? De este modo, en la visión de Galí, el estudio de estos modelos permite explicar, en gran medida, las políticas de estabilidad de precios llevadas a cabo por los distintos bancos centrales de diversos países en los últimos quince años. En cualquier caso, se señala que la regla óptima de política monetaria depende, en gran medida, de los supuestos que se adopten respecto a las características de la economía para la cual se desea determinar tal regla. Se presentan varios escenarios alternativos. Por un lado, se estudia la política monetaria óptima en un mundo neoclásico idealizado, caracterizado por la flexibilidad perfecta de precios y salarios. En este sentido, y pese al interés que pueda tener desde un punto de vista teórico, el autor muestra el escaso valor práctico de la regla de Friedman como guía en el diseño y la conducción de la política monetaria. Por otro lado, se repasan las características de los modelos neo-keynesianos, que han constituido el soporte principal del análisis de la política monetaria durante la última década. Una característica clave de dichos desarrollos es la incorporación de fricciones de naturaleza diversa (reales y nominales) en los modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general (DEG) tradicionalmente asociados con la escuela de ciclos económicos reales. Por último, el profesor Galí destaca la relevancia de algunas extensiones de estos modelos que han permitido reflejar las posibles ventajas de adoptar una estrategia de objetivos de nivel de precios (en lugar del marco actual de objetivos para la tasa de inflación), la conveniencia de limitar las variaciones en la inflación de salarios nominales y el valor limitado que para la política monetaria representan las estimaciones convencionales del *output gap*, al no tener en cuenta las posibles variaciones sustanciales que experimenta el nivel de producto potencial en el corto plazo.

En el contexto relativo al impacto del sistema financiero en la economía real se incluye también el artículo del profesor de la Universidad de Granada y director del Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

**Santiago Carbó Valverde**, en cuyo trabajo se pasa revista a las principales contribuciones recientes que analizan el nexo entre sistema financiero y crecimiento económico, a la vez que se aporta evidencia a escala regional que muestra la trascendencia de potenciar la investigación a este nivel (frente a los análisis internacionales de tipo *cross-country*). Como señala el autor, cuando se analizan las contribuciones *cross-country*, en gran parte impulsadas por organismos como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, los resultados empíricos se ven afectados, generalmente, por problemas de heterogeneidad inobservable, teniendo en cuenta la dispersión de sistemas legales, institucionales, condiciones socioeconómicas y niveles de desarrollo financiero en los diferentes países analizados. Aun así, estos estudios han contribuido de forma importante al análisis de las relaciones sistema financiero-crecimiento económico, y han aportado herramientas y mecanismos para analizar las relaciones de causalidad entre ambos tanto a corto como a largo plazo. Con objeto de reflejar la importancia de «lo regional» como mercado relevante, el profesor Carbó realiza un análisis empírico de las relaciones entre sistema bancario y crecimiento económico en las comunidades autónomas españolas entre 1992 y 2001. Adoptando la perspectiva regional se logra una mayor aproximación al grado de relación existente entre lo financiero y lo real, debido, en gran medida, a la homogeneidad de la información y al control de diversos factores exógenos que son fuente de heterogeneidad entre países y, sin embargo, similares entre regiones de un mismo país. El objetivo empírico principal es identificar la contribución del sistema financiero en una ecuación de crecimiento en la que se consideran las variables de control habituales de los principales estudios empíricos de crecimiento. Asimismo, teniendo en cuenta la disponibilidad de información a escala regional, se estudia de forma individual la contribución de las innovaciones financieras, en producto y proceso, que se han manifestado con especial intensidad en los últimos años en el sector bancario español. Según la evidencia empírica aportada, se demuestra que el sistema bancario juega un papel relevante en el crecimiento económico regional, propiciando tasas significativamente mayores de inversión y ahorro. En particular, el crédito al sector privado se revela como la principal aportación del sector bancario al crecimiento, con especial incidencia en los niveles de inversión regional.

### **NUEVOS ENFOQUES SOBRE REGULACIÓN Y CRÉDITO BANCARIO**

Una vez analizados algunos vínculos fundamentales entre política monetaria, sistema financiero (y bancario) y crecimiento económico, resulta conveniente analizar dos de los elementos que, en las últimas décadas, han gozado de un protagonismo especial en estas relaciones: la regulación, con las transformaciones de los mercados financieros, los procesos de liberalización y la integración financiera, y el desarrollo de la actividad crediticia bancaria, y, de forma más general, lo que ha venido a denominarse banca relacional. En el segundo bloque de

este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, se incluyen cuatro artículos que aportan una visión global, a la vez que exhaustiva y novedosa, de estos temas.

La primera de estas contribuciones la desarrolla el profesor **Edward J. Kane**, del Boston College, considerado uno de los pioneros del estudio de la regulación bancaria, quien nos muestra cómo gran parte de los riesgos que asumen las entidades bancarias tienen su origen en la economía real. Este autor señala cómo, paulatinamente, se asumió que la confianza de los depositantes en las entidades bancarias, con el desarrollo de los fondos de garantía de depósitos, constituye un factor primordial para que se canalicen de forma adecuada los flujos de ahorro e inversión en la economía. A su vez, y no menos importante, el nivel de solvencia de una entidad se ha convertido en una de las señales primordiales de la calidad de la supervisión a la que se ve sometida una entidad en el conjunto de un sistema financiero. Con estos y otros múltiples instrumentos, que han experimentado cambios significativos a lo largo del tiempo, los gobiernos construyen redes de seguridad financiera para limitar el riesgo asumido por las instituciones y minimizar los efectos sobre clientes, empleados y accionistas derivados de una posible quiebra. Este proceder obedece al objetivo de lograr una adecuada canalización del ahorro, de manera que se puedan amortiguar las crisis financieras en los distintos países. Asimismo, su implantación ha de cubrir la reducción de la dispersión en las redes de seguridad de estos países. El diseño de la red de seguridad es dinámico, de forma que permita mejorar la capacidad de los reguladores públicos y privados para valorar a las instituciones bancarias, supervisar y asumir riesgos, resolver situaciones de insolvencia, así como la calidad con la que se desempeñan estas tareas. La innovación financiera y la amplitud de los mercados, señala Kane, hacen del cambio constante en la regulación una necesidad imperante. Como principal conclusión y principio fundamental en el diseño de los distintos esquemas regulatorios de seguridad, a partir de la experiencia de las últimas décadas, el autor señala que los responsables de la red de seguridad no deben subvencionar ni tampoco gravar la asunción de riesgos bancarios, puesto que ninguna corriente de pensamiento económico afirma que este tipo de política constituya una vía adecuada para fomentar el desarrollo económico.

Una segunda colaboración, realizada por el profesor de la Universidad de Vigo **Gonzalo Caballero**, analiza la repercusión del desarrollo institucional, los incentivos de política económica, la evolución de los costes de transacción y la eficiencia de los mercados en la configuración de un sistema financiero. En este sentido, se analiza el proceso de transición en el sistema financiero español de «la jerarquía» al «mercado». El análisis está, en gran medida, orientado a partir de las contribuciones metodológicas de la *nueva economía institucional*. El autor

señala que, en España, el proceso de cambio institucional explica, al menos en parte, la formación de la política económica actual, y éste es también el caso de la política financiera. En particular, el cambio político operado con la transición permitió una reforma financiera de estrategia gradualista y estableció un marco institucional que favorece la regulación prudencial. Asimismo, en el análisis desarrollado por el autor se propone una agenda de investigación que incluye desarrollos teóricos recientes de la *nueva economía institucional* sobre las relaciones entre cambio institucional y reformas financieras en España. La importancia de estos aspectos para el crecimiento económico dota al caso español de especial interés, pues aporta evidencia sobre las claves de éxito en los procesos de reforma y modernización financiera.

En la tercera contribución de este grupo de colaboraciones se aporta una clasificación inédita y exhaustiva de las actividades crediticias para las pequeñas y medianas empresas, concediendo especial importancia a la llamada «banca relacional». El profesor de la Indiana University **Gregory F. Udell** pone de manifiesto en su artículo diversos aspectos relacionados con la financiación de las PYME que pocas veces son incluidos en los estudios teóricos y empíricos, ya que en muchas ocasiones se tiene en cuenta la financiación de forma muy genérica. El profesor Udell identifica, a partir de la experiencia y los datos disponibles a escala internacional, hasta siete técnicas diferentes representativas de la actividad crediticia respecto a las PYME: créditos basados en los estados financieros, créditos relacionales, préstamos a microempresas con calificación del crédito, créditos basados en los activos, *factoring*, créditos comerciales y seguros de crédito. La combinación de estas técnicas se muestra para un amplio espectro de países, incluyendo algunas economías en transición o desarrollo. El grado de aplicación o combinación de cada una de las técnicas, señala el autor, se encuentra condicionado por factores institucionales inherentes a cada país. La evidencia disponible parece indicar (o al menos permite conjeturar) que quizás existan factores relevantes que determinen la importancia relativa de estas técnicas según el país de que se trate. Entre estos factores se podrían incluir: el estado de la legislación comercial y la aplicación de las leyes, el desarrollo de la infraestructura informativa, la eficacia del sistema de quiebra, la importancia de la banca privada, la estructura de mercado del sistema bancario, la presencia e importancia de entidades de crédito no bancarias y el nivel de desarrollo de los mercados de capitales de un país. Una de las principales contribuciones de este trabajo es poner de manifiesto el limitado conocimiento que se tiene de dichas técnicas a escala global, aconsejando su estudio e investigación con mayor profundidad. Este análisis resulta, asimismo, conveniente para los responsables de la política económica ante las dificultades que, en muchos países, atraviesan las PYME para diversificar e incluso acceder a fuentes de financiación alternativas. Señala el profesor Udell que el crecimiento de las PYME dentro de las economías

en desarrollo, el desarrollo del canal de crédito y el propio impacto de Basilea II dependen de la capacidad de comprensión de los factores que conducen a la combinación de las distintas técnicas de crédito.

Dada la importancia de los mecanismos alternativos de financiación crediticia en la financiación empresarial y, de forma más general, en la eficacia de la transmisión de la política monetaria, el cuarto artículo de este bloque sirve de síntesis de estas relaciones, incluyendo, como principal contribución, el papel de la información como elemento central de estas relaciones. En concreto, **Sheila C. Dow**, profesora de la University of Stirling, centra su análisis en la política monetaria seguida por los bancos centrales, partiendo de la diferencia existente entre conocimiento e información para la toma de decisiones de dichos organismos. Asimismo, analiza las implicaciones que esta distinción tiene sobre la provisión de crédito. La autora señala cómo, en la perspectiva teórica, el análisis de la política monetaria ha estado enfocado hacia el proceso de la fijación de los tipos de interés. El trabajo facilita la comprensión por parte del lector del proceso de fijación de tipos. En primer lugar, se determinan los canales a través de los cuales las variaciones en los tipos de interés se ven reflejadas en el comportamiento de la demanda agregada (canales de transmisión), destacando el crédito bancario. En segundo lugar, se analiza la relación existente entre la demanda agregada y la inflación (esta última como objetivo de política monetaria básico). El trabajo se complementa con la discusión de vías alternativas a través de las cuales los cambios en las condiciones de los mercados monetarios inciden sobre la oferta y la demanda del crédito bancario. Para ello, señala la autora, es necesario analizar el proceso de toma de decisiones a escala microeconómica, donde las aportaciones de corte postkeynesiano ganan relevancia y se articulan en torno al concepto de «conocimiento» (entendido como un término más amplio que el de «información») aplicado a la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre. En este sentido, se muestra cómo gran parte de la eficacia de la política monetaria, así como de la posibilidad de mitigar la fragilidad y las crisis financieras, viene dada por un conocimiento suficiente, por parte de las entidades financieras, de su ámbito de actuación (en particular, las empresas a las que prestan). El trabajo concluye con un ejemplo ilustrativo de este tipo de planteamientos y del impacto regional que tiene la aplicación de la política monetaria, señalando que la cercanía aumenta el conocimiento (información) directo. En este sentido, se explica, al menos en parte, que un endurecimiento de la política monetaria tenga consecuencias más negativas sobre la provisión del crédito en las regiones periféricas (menos informadas). Por todo ello, como señala la autora, considerar que la política monetaria opere únicamente con la información conocida supone pasar por alto un panorama mucho más amplio referente a las decisiones de prestar y pedir prestado.

## LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN EUROPA

El tercer grupo de colaboraciones que forman parte de este número se refiere a la integración de los mercados financieros en Europa. Esta integración, junto a su trascendencia actual desde el punto de vista regulatorio (teniendo en cuenta las numerosas y ambiciosas iniciativas anteriores y posteriores al Plan de Acción de los Servicios Financieros de la Comisión Europea), genera un nuevo reto para los mercados de capitales y el sector bancario, y tiene como objetivo fundamental la intensificación de la competencia y la ampliación de la oferta. La supervivencia de las entidades financieras, en este entorno, depende de su capacidad de adaptación a estos nuevos retos, y esta sección se centra, en gran medida, en el análisis de estas capacidades.

La contribución que abre este ámbito de reflexión ha sido realizada por los profesores de la Universidad de Valencia e investigador y director de investigación, respectivamente, del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie) **Joaquín Maudos** y **Francisco Pérez**. El trabajo centra su objetivo en analizar el proceso reciente de integración de los mercados financieros en Europa, aportando evidencia empírica acerca de la evolución del proceso de integración y la competencia en los mercados financieros europeos desde mediados de la década de los noventa, e intentando detectar la posible existencia de ineficiencias en dicho proceso que requieren la actuación de la política económica. El artículo analiza la estructura financiera de los países europeos, así como la evolución de las desigualdades entre países, con objeto de constatar el proceso de convergencia o divergencia. Junto con la convergencia, se analiza empíricamente el estado de la competencia con el proceso de integración. De estos dos procesos, integración y competencia, se destacan beneficios importantes. Desde el punto de vista del consumidor, una mayor integración supone un abanico más amplio de productos financieros en los que colocar el ahorro u obtener financiación, precios más reducidos como consecuencia de la intensificación de la competencia y mejoras en la composición de la cartera de activos financieros en términos de rentabilidad-riesgo. Desde un punto de vista macroeconómico, la integración financiera estimula la acumulación de capital, al reducirse el coste del proceso de intermediación, lo que permite alcanzar mayores tasas de crecimiento de la producción y del empleo. En este sentido, se analizan las diversas propuestas de la Comisión Europea con el fin de avanzar en el proceso de integración de los mercados financieros, prestando especial atención al amplio conjunto de medidas del llamado Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP). Sin embargo, atendiendo a los resultados del estudio, se constata que, aunque el análisis empírico muestra que el proceso de integración financiera en la UE está avanzando, se observa un grado de integración mucho menor en los mercados al por menor que en los mercados al por mayor. En cuanto a la segunda variable, la competencia (fundamentalmente aplicada al sector bancario), se advierte una disyuntiva de gran im-

portancia. La evidencia muestra que los márgenes absolutos han caído, lo que significa un incremento de la competencia, mientras que los relativos, que son un indicador del poder de mercado, muestran lo contrario. La existencia de barreras de distinto tipo (fiscales, regulatorias, institucionales, etc.) que protegen los mercados nacionales de la competencia externa son todavía un importante obstáculo al proceso de integración y competencia.

El profesor **Philip Molyneux**, del Institute of European Finance (University of Wales, Bangor), ofrece una segunda visión del estado de la competencia en Europa, en este caso referida al sector bancario, y con especial incidencia en las estrategias encauzadas a incrementar la eficiencia. En su artículo, el autor indica que los mercados bancarios se están volviendo más concentrados, los sistemas se están liberalizando y el entorno general se está volviendo más competitivo (al menos, en la visión convencional de márgenes absolutos) en general. Es en este panorama donde las empresas bancarias deben lograr ser más eficientes en la búsqueda de sus ingresos, buscando paralelamente una adecuada gestión de capital y riesgos en beneficio de sus accionistas. De este modo, el valor para el accionista (*shareholder value*) se ha convertido en el principal motor de la estrategia bancaria, resultado del afán de los bancos por mejorar su eficiencia en costes e ingresos a lo largo de la década de los noventa, así como de una más eficaz gestión del riesgo. Como las entidades financieras estadounidenses, los bancos europeos tienen como objetivo, cada vez más, mantener su rentabilidad mediante el desarrollo de relaciones a largo plazo con el cliente y fomentando actividades financieras (tanto en el segmento minorista como en el mayorista) de sus clientes. Los ingresos por comisiones y, en general, por actividades fuera del balance —como pueden ser la gestión y suscripción de valores, el asesoramiento y otros servicios de banca privada— seguirán siendo, en la visión del autor, los grandes protagonistas. Asimismo, el avance tecnológico será un factor que permitirá incorporar nuevos canales de distribución y fomentar las actividades de gestión interna (*back office*). La industria bancaria, señala el autor, también se ha transformado debido a la consolidación, a la vez que sus beneficios se han visto reforzados, en la mayoría de los casos, por una favorable evolución económica. Los mercados bancarios se han vuelto más concentrados, y al mismo tiempo más competitivos, a medida que ha proliferado el número de entidades que han entrado a competir en estos mercados. En este entorno, la banca universal sigue siendo la forma dominante de modelo operativo de banca. La vertiente operativa de los bancos europeos también se ve influida por diversos avances regulatorios internacionales. En este sentido, como consecuencia para el futuro inmediato, el profesor Molyneux plantea el probable descenso del nivel exigido de recursos propios para los bancos más grandes y prudentes, ya que pueden aprovechar mejor sus habilidades en los sistemas internos de *rating*.

El último de los artículos de este apartado, escrito por los profesores de la Universidad Rey Juan Carlos **Ignacio Mauleón** y **Raúl Sánchez Larrión**, parte de una evidencia reciente: después de un período en el que se obtuvieron considerables avances en la reducción de los déficit públicos y del volumen de la deuda pública viva, dichas magnitudes comienzan a aumentar otra vez, y todo indica que van a continuar en esta dirección. Debido a esto, el riesgo de un aumento de los tipos de interés, especialmente los de intervención de los bancos centrales, ha vuelto al centro de la atención de los agentes económicos. Este artículo aborda esta situación e incluye un análisis de los datos históricos de tipos de interés, inflación y crecimiento para las principales economías del mundo. Sus resultados indican que parece poco práctico mantener tipos de interés nominales, y especialmente reales, en contra de los criterios del mercado durante períodos prolongados. Por otro lado, se muestra que el tipo de interés real tiende a estar próximo a la tasa de crecimiento de la economía. Esta relación, no obstante, se cumple en promedios históricos largos; a plazos más cortos, el mercado de oferta y demanda de ahorro es el determinante más próximo del tipo de interés. Desde un punto de vista metodológico, se muestra asimismo que existen dos métodos básicos para estimar el tipo de interés de equilibrio: el primero consiste en estimar la tasa de crecimiento real de equilibrio a largo plazo, y el segundo, en calcular los tipos de interés a largo plazo implícitos en la curva de tipos. En cuanto a la evolución más probable de los tipos de interés reales en el futuro inmediato, se señala que ésta es al alza y que existe un riesgo apreciable para los consumidores de los países desarrollados, especialmente de aquellos en los que la inversión inmobiliaria y en valores ha aumentado sustancialmente. Por último, el análisis internacional desarrollado por Mauleón y Sánchez estima una infravaloración del tipo de interés «mundial» a largo plazo que puede oscilar entre 0,6 y 1,1 puntos porcentuales. Teniendo en cuenta que los tipos nominales a largo en la actualidad fluctúan alrededor del 4 por 100, esta infravaloración resultaría muy significativa.

**COMPETENCIA,  
GOBIERNO,  
EFICIENCIA Y  
TECNOLOGÍA EN LAS  
ENTIDADES  
FINANCIERAS**

El cuarto y último apartado de este número 101 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA comprende un conjunto de aspectos estratégicos de las entidades financieras en los que, en los últimos años, se han producido numerosas transformaciones: la competencia, el gobierno, la eficiencia y la tecnología constituyen cuatro pilares esenciales para las entidades bancarias en la actualidad. La multiplicidad de opciones estratégicas que de ellos se derivan ha contribuido, en conjunto, al grado de complejidad alcanzado por el entorno financiero en que estas entidades se desenvuelven. En este sentido, parece oportuno ofrecer al lector una síntesis de algunos de los desarrollos más relevantes en estos campos. Al mismo tiempo, este bloque trata de completar la visión panorámica sobre la actualidad del sistema financiero y sus relaciones con el crecimiento económico con la inclusión de algunos aspectos

novedosos que toman fuerza en los últimos años. De este modo, se analiza la relevancia de la perspectiva regional en el análisis de la política monetaria; las nuevas propuestas sobre valoración contable de actividades bancarias, y la valoración de los aspectos intangibles del negocio de las entidades de depósito.

El primero de los artículos de este último bloque lo desarrollan los profesores **Rafel Crespí Cladera** (Universidad de las Islas Baleares) y **Miguel Á. García Cestona** (Universidad Autónoma de Barcelona). Estos autores abordan el problema del gobierno de las entidades bancarias en el contexto de los modelos comúnmente aceptados. Se discute la vigencia de los estereotipos de clasificación geográfica de modelos de gobierno (anglo-americano y continental-europeo), de difícil ajuste para las instituciones bancarias. Las entidades financieras, que responden ante sus accionistas y otros grupos de interés (*stakeholders*), tienen peculiaridades que hacen del regulador un agente primordial, como garante de la estabilidad del sistema bancario y financiero. La multiplicidad de intereses implica que, cuando uno de los colectivos se puede ver afectado negativamente por decisiones que tome otro colectivo, una vía para proteger sus intereses es otorgarle poder de decisión. El control compartido de la empresa entre varios colectivos de interesados se convierte así en una alternativa a considerar cuando se trata de reconocer múltiples intereses. En este sentido, en las instituciones bancarias, los autores observan cómo, en numerosas circunstancias, los depositantes y accionistas delegan en el regulador parte de sus atribuciones de control y supervisión. En la visión de Crespí y García Cestona, esta cesión implica distorsiones competitivas. Tomando datos microeconómicos entre 1986 y 2000, los autores analizan los mecanismos de control y supervisión de la empresa bancaria en España. Si bien constatan que las medidas de resultados están significativamente relacionadas con el tipo de gobierno en el caso de la banca privada, la más amplia misión social de las cajas de ahorros hace que estas relaciones no sean tan evidentes en el caso de las entidades fundacionales. El artículo se cierra, precisamente, con un análisis detallado de la complejidad del gobierno empresarial en el caso de las cajas de ahorros. La riqueza que supone la diversidad organizativa que aportan las cajas de ahorros se presenta como una garantía de continuidad de la competencia del mercado bancario.

Respecto al segundo de los elementos estratégicos, la competencia, buena parte de las contribuciones anteriores de este número se han ocupado, directa o indirectamente, de ella mediante el análisis de márgenes o índices de poder de mercado. Sin embargo, cuando se analiza con profundidad la competencia entre las entidades de depósito, buena parte las fuerzas competitivas en la actualidad se articulan sobre variables diferentes del precio. De ello se ocupa **José Antonio Novo Peteiro**, profesor de la Universidad de La Coruña, quien estudia las pautas de

expansión de la red de sucursales de bancos y cajas de ahorros en tanto en cuanto tal expansión se manifiesta como una de las principales variables de competencia vía no-precio. El autor se centra en el estudio de esas pautas de comportamiento en las últimas décadas desde distintos puntos de vista: el de los datos agregados, el de la desagregación geográfica y el de los datos individualizados de las entidades de depósito, para las que la oficina constituye una variable competitiva fundamental para su orientación de negocio. En el último apartado, se realiza un estudio que intenta hallar la interacción entre competencia en precios y competencia en la red de oficinas. Entre los principales resultados de este artículo se destaca que la evolución de la posición relativa de bancos y cajas en los mercados provinciales se caracteriza por un dominio creciente de las redes de éstas últimas. Asimismo, el estudio individualizado de la correlación entre el crecimiento del tamaño relativo de la red de oficinas y la cuota en depósitos y créditos muestra que resulta más elevada con respecto a los primeros que a las segundas. Por último, el profesor Novo muestra que la competencia en precios y en oficinas presenta cada vez una menor correlación, una vez que la red de oficinas de las cajas ha alcanzado una dimensión significativa respecto a la de los bancos.

El estudio de la eficiencia ha ocupado, asimismo, algunos de los análisis de este volumen monográfico y, en general, constituye uno de los temas que más atención han suscitado en la literatura bancaria reciente. Desde una perspectiva novedosa, los profesores **Santiago Carbó** (Universidad de Granada y FUNCAS), **David B. Humphrey** (Florida State University) y **Rafael López del Paso** (Universidad de Granada y FUNCAS), empleando tanto aproximaciones paramétricas como no paramétricas, aportan nueva evidencia al estudio de la eficiencia. Clasificando e identificando cuatro fuentes fundamentales de eficiencia (ineficiencia): externa, técnica, interna y de gestión, estos autores tipifican los factores que pueden explicar los niveles de eficiencia tanto en la vertiente de costes financieros como en la de los de naturaleza operativa. Los resultados obtenidos, tras incluir en el análisis variables relativas a las condiciones económicas vigentes en el entorno y de determinados indicadores de productividad, arrojan niveles de ineficiencia del 1-5 por 100, ostensiblemente inferiores al 20-25 por 100 obtenido en trabajos anteriores. De este modo, se constata que el empleo de medidas de productividad relativa dentro de la industria, que permitan reflejar las diferencias en materia de prestación de servicios bancarios, da lugar a una reducción de los niveles de ineficiencia en un 10-15 por 100. Los reducidos niveles mostrados por la ineficiencia en ambas vertientes de coste vienen explicados, fundamentalmente, por variables que escapan del control directo de los gestores, que se encuentran sujetos a una elevada incertidumbre, tales como variaciones en los tipos de interés oficiales, la demanda de depósitos y el crecimiento inesperado del tamaño de este mercado.

Otra de las cuestiones más importantes dentro del sector bancario actual es la relación entre la elección de las tecnologías de producción y la formación de precios. En un entorno de opciones multiproducto, donde las entidades desarrollan tanto actividades de intermediación tradicionales como numerosas operaciones fuera de balance y, en general, de generación de comisiones, estas relaciones se tornan fundamentales. Estos aspectos son tratados por los profesores **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez**, director e investigador, respectivamente, del Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS, quienes analizan las estrategias de precios de las entidades bancarias europeas en función de la especialización, así como los posibles efectos que puede tener la evolución macroeconómica sobre estas estrategias. Tras analizar las principales contribuciones a la modelización del margen de intermediación en la literatura bancaria, proponen una revisión de estos estudios adoptando una visión amplia de la estructura de ingresos, más allá del análisis del margen de intermediación. Acometen, asimismo, un análisis empírico para estudiar los determinantes de los márgenes de negocio en sentido amplio, cuyos resultados confieren una importancia sustancial a la especialización, así como la posibilidad de un comportamiento *loss-leader* en la actividad tradicional. Este comportamiento se manifiesta al ofrecer las entidades bancarias los depósitos por debajo de su coste marginal, pasando a compensar esta «pérdida» con tipos de interés más elevados en los créditos. Asimismo, los autores analizan si existe evidencia a favor de la hipótesis convencional de alisado intertemporal de los tipos de interés. Según esta hipótesis, las entidades bancarias, en sistemas financieros de corte institucional, sobrepresionarían los créditos en las fases expansivas del ciclo económico para ofrecerlos en condiciones más ventajosas en las fases recesivas. Sin embargo, no parece encontrarse evidencia a favor de este comportamiento, lo que podría venir explicado por el mayor dinamismo con el que los clientes bancarios movilizan sus fondos en la actualidad de unos productos financieros a otros en función de las condiciones del mercado.

Continuando con el análisis de los cambios en la tecnología y sus efectos colaterales sobre el sistema financiero, el profesor **Rafael López del Paso** (Universidad de Granada y FUNCAS) destaca la gran influencia del progreso tecnológico en el desarrollo de canales de distribución automatizados, y la difusión de instrumentos alternativos al efectivo, en general de menor coste, que han generado una intensificación de la competencia bancaria. Este cambio ha obligado a los intermediarios bancarios a adoptar posiciones más agresivas. Un efecto positivo de estos cambios es el logro de un considerable aumento en el grado de eficacia con el que se trasladan las decisiones de política monetaria. Las estimaciones realizadas por el autor muestran que la modernización del sistema de pagos europeo ha repercutido positivamente sobre los rendimientos obtenidos por los depositantes bancarios en más de 178.500 millones de euros, lo cual supone el 0,22 por 100 en términos de PIB.

De este modo, se han compensado parcialmente los 341.000 millones de euros que han dejado de percibir los depositantes europeos por la incompleta traslación de las medidas adoptadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, lo cual equivale al 0,43 por 100 del PIB de la Unión Monetaria Europea.

Considerando la banca desde un perspectiva regional, los profesores **Carlos J. Rodríguez Fuentes** y **David Padrón Marrero** (Universidad de La Laguna) y el economista **Antonio J. Olivera Herrera** analizan la posible influencia de la dimensión regional en la política monetaria. El objetivo fundamental de su artículo es analizar si las diferencias regionales en la estructura financiera de estas economías constituyen un factor relevante en la explicación de los efectos regionales diferenciales de la política monetaria en España. Al mismo tiempo, proporcionan evidencia empírica que revela la existencia de importantes diferencias entre las estructuras financieras de las distintas comunidades autónomas españolas. Estas diferencias, a partir de un análisis factorial, ponen de manifiesto que las disparidades regionales en materia financiera podrían sintetizarse en cinco factores clave: los distintos niveles de desarrollo financiero y competencia financiera; la cuota de mercado de las cajas de ahorros en depósitos y créditos; el grado de dinamismo del mercado de crédito; la estructura y composición del balance de las entidades financieras, y la presencia de entidades de ámbito regional. El artículo concluye con un análisis empírico que contrasta si efectivamente estas diferencias resultan relevantes a la hora de explicar las distintas respuestas regionales ante los *shocks* monetarios nacionales. Los resultados obtenidos revelan que las diferencias regionales en materia financiera han podido desempeñar un papel central en la explicación del impacto regional diferenciado de la política monetaria en España.

El proceso de globalización y la expansión de los mercados económicos y financieros ha propiciado el desarrollo de multiplicidad de flujos y transacciones financieras de ámbito nacional e internacional, así como de mercados y reglas de actuación. Muchos de estos cambios cobran especial relevancia si se tienen en cuenta los efectos sobre ellos de la adopción de criterios adecuados de información contable. Por ello, la utilización de criterios valorativos distintos al del coste histórico, como es el caso del *fair value* o «valor razonable» en las empresas bancarias, cobra especial relevancia en este contexto. Siguiendo esta argumentación, los profesores de la Universidad de Granada **Antonio M. López Hernández** y **Manuel Pedro Rodríguez Bolívar** analizan esta situación en un trabajo que pretende contribuir al análisis de las implicaciones que el *fair value* puede tener en el cumplimiento de las características de relevancia y fiabilidad, reflexionando sobre su aplicación particular a las entidades financieras. Parten de la premisa de que las entidades de depósito deberían incluir este sistema de valoración por una doble razón: a) las instituciones financieras, particularmente

los bancos, han sido y son el centro de debate sobre la contabilidad *fair value*, y b) los instrumentos financieros que se ven afectados por este criterio de valoración ocupan un porcentaje significativo de las operaciones bancarias. Como indican los autores, es previsible que los usuarios de la información contable demanden esta información con una mayor periodicidad que la que rige actualmente. En este sentido, la distribución de información contable vía Internet se está proponiendo hoy día como un medio de satisfacer esa necesidad de una efectiva aplicación de este criterio valorativo. Por su parte, la comparabilidad de la información financiera podría verse influenciada negativamente si no existen mercados organizados y líquidos de los que se puedan desprender las valoraciones de mercado de los instrumentos financieros. En particular, las grandes entidades financieras y los inversores serían los principales beneficiarios de la aplicación de este criterio valorativo. En cualquier caso, se indica que, teniendo en cuenta las experiencias internacionales en la aplicación del *fair value*, no resulta conveniente la aplicación generalizada de este método de valoración a todos los instrumentos financieros, si bien debe prevalecer para aquellos instrumentos que presenten elevada liquidez y alto volumen de negociación en mercados organizados.

La colaboración del profesor de la Universidad Complutense **Enrique Castelló Muñoz**, que cierra el presente volumen de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, se adentra en el estudio de la cultura organizativa de las entidades de depósito. El punto de partida de dicho estudio se basa en el concepto *sociomanagement*, según el cual no sólo es importante la puesta en práctica de las técnicas convencionales de gestión por parte de las empresas, sino que se hace necesario que la empresa adopte las nuevas exigencias de mayor responsabilidad social y valores éticos, encaminándose hacia lo que ha venido a llamarse «empresa socialmente responsable». En este nuevo entorno social y económico, la eficiencia de las empresas y de las entidades financieras ya no es suficiente por sí sola, cobrando sentido nuevos conceptos como el de «eficiencia social», cuando la empresa basa su gestión en principios de rentabilidad unidos a la transparencia y la ética en los negocios. Esta responsabilidad social se pone de manifiesto en las cajas de ahorros, a las que el autor califica como un ejemplo vivo de este tipo de gestión. En este sentido, el autor destaca que la reputación corporativa constituye, cada vez más, un factor competitivo central en un sistema bancario que vive más de cara al cliente, ya que la sociedad premiará a aquellas entidades que puedan mostrar evidencia de un marco articulado de identidad corporativa y responsabilidad.

\* \* \*

El breve repaso dado a las colaboraciones contenidas en este volumen no puede, en ningún caso, recoger de forma completa la riqueza in-

formativa que deriva de la lectura directa de los artículos aquí ofrecidos. Simplemente, proporciona una visión global de este monográfico de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. Desde la madurez que implica haber superado los cien primeros números, invitamos al lector a sumergirse en el complejo y, a su vez, apasionante contexto actual de las relaciones entre el dinero, el sistema financiero y el crecimiento económico.

---

COLABORACIONES

**I.**  
**CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA  
FINANCIERO AL CRECIMIENTO Y  
LA ESTABILIDAD ECONÓMICA**

## Resumen

El presente trabajo ofrece una panorámica de la literatura reciente sobre diseño óptimo de reglas de tipo de interés. Algunas de las conclusiones que se obtienen aportan una justificación teórica de la estrategia de objetivos directos de inflación adoptada por muchos bancos centrales en los últimos quince años. También se argumenta que una regla de Taylor bien diseñada permite una aproximación razonable a la política monetaria óptima, dadas las restricciones de información que afectan a un banco central. Finalmente, se comentan algunos resultados normativos referidos a la deseabilidad de objetivos en términos de nivel de precios, así como al papel potencial de la inflación de salarios en la estrategia de política monetaria.

*Palabras clave:* regla de tipo de interés, diseño óptimo de la política monetaria, modelos neo-keynesianos, objetivos de inflación.

## Abstract

This work offers an overview of recent literature on the optimum design of interest rate regulations. Some of the conclusions obtained offer a theoretical justification of the strategy of direct inflationary objectives adopted by many of the central banks over the last fifteen years. It also argues that a well-designed Taylor's rule allows for a reasonable approximation towards an optimum monetary policy, given the information restrictions affecting central banks. Finally, the article comments on results of several regulations regarding the desirability of objectives in terms of price levels, as well as the potential role of salary inflation within the strategy of a monetary policy.

*Key words:* interest rate rule, optimum design of monetary policy, neo-Keynesian models, inflation objectives.

*JEL classification:* E42, E52.

# REGLAS DE TIPO DE INTERÉS Y DISEÑO ÓPTIMO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Jordi GALÍ

CREI (\*) y Universitat Pompeu Fabra

## I. EL CONCEPTO DE REGLA DE TIPO DE INTERÉS Y SU USO EN LA TEORÍA MONETARIA MODERNA

EL presente trabajo tiene como objetivo resumir algunos de los avances recientes en teoría monetaria. Dada la imposibilidad de abarcar todo el espectro de la literatura, me centraré en un ámbito concreto en el que, desde mi punto de vista, se han producido algunos de los desarrollos más interesantes: el diseño óptimo de la política monetaria.

Hay varios aspectos que definen la literatura reciente sobre diseño óptimo de la política monetaria. En primer lugar, el análisis se lleva a cabo generalmente en el contexto de modelos dinámicos de equilibrio general, similares en su estructura a los utilizados en otros ámbitos del análisis macroeconómico. Entre otras ventajas, ello permite que los objetivos de la política monetaria se determinen de forma consistente con la maximización del bienestar de un consumidor representativo, en vez de postularse de forma arbitraria.

Por otra parte, y de forma consistente con la práctica actual de la mayoría de los bancos centrales de economías avanzadas, la investigación reciente ha adoptado de forma generalizada el tipo de interés nominal a corto plazo como instrumento de la política monetaria, y por lo tanto la variable que se supone bajo control directo de la autoridad monetaria.

En este contexto, la pregunta natural a la que la investigación descrita en el presente trabajo intenta responder puede plantearse del siguiente modo: ¿cómo debería fijar el banco central el tipo de interés para alcanzar sus objetivos? Dicho de otra forma: ¿qué factores deberían llevar a un ajuste del tipo de interés y cuál debería ser el tamaño de tal ajuste?

La necesidad de dar una respuesta rigurosa a preguntas de tal naturaleza ha dado origen al concepto de *regla de tipo de interés*, entendida como una descripción formal de los determinantes del tipo de interés fijado por el banco central, y del signo y tamaño de las variaciones en dicha variable que deberán producirse en respuesta a los cambios que puedan experimentar aquellos determinantes. La regla de política monetaria puede representarse matemáticamente mediante una ecuación del tipo:

$$r_t = F(x_t)$$

en la que  $r_t$  es el tipo de interés nominal y  $x_t$  es un vector de variables macroeconómicas cuyos valores son conocidos en el período  $t$ , y que incluye potencialmente valores retardados de dichas variables. En el presente trabajo intentaré describir, de forma esquemática y sin entrar en detalles técnicos, algunos de los principales resultados obtenidos por la teoría monetaria sobre la forma óptima que debería tomar dicha regla de tipo de interés.

Quizá no debería sorprendernos que la regla óptima dependa en gran medida de los supuestos que adoptemos respecto a las características de la economía para la cual se desea determinar tal regla. La presentación que sigue a continuación está organizada de forma consistente con dicho carácter condicional de la regla óptima. Para ello se presentan algunos escenarios alternativos, cada uno asociado con distintos supuestos respecto a algunas de las características estructurales de la economía, pasándose a describir a continuación los principios que deben regir la fijación óptima del tipo de interés en cada caso.

El trabajo está organizado del siguiente modo. En el apartado II se empieza analizando la política monetaria óptima en un mundo neoclásico idealizado, caracterizado por la flexibilidad perfecta de precios y salarios; en el III se describen brevemente algunas de las características del modelo neo-keynesiano que ha constituido el soporte principal del análisis de política monetaria durante la última década; en el IV se analiza la regla de tipo de interés óptima en una versión sencilla de dicho modelo, y se discuten algunas de las dificultades asociadas con su implementación; en el V se describen las implicaciones para la regla óptima de distintas extensiones del modelo básico, y en el apartado VI se presentan algunas conclusiones.

## II. REGLAS ÓPTIMAS DE TIPO DE INTERÉS EN EL MODELO NEOCLÁSICO

El modelo neoclásico constituye una referencia útil como punto de partida en cualquier análisis de política monetaria óptima. Las dos características que definen una economía neoclásica, en contraste con los modelos anali-

zados más adelante, son la presencia de competencia perfecta y la plena flexibilidad de precios y salarios. Por otra parte, la introducción de un sector monetario requiere la presencia de una demanda de dinero, que tiene su justificación en el supuesto de que los saldos monetarios facilitan las transacciones. Esta demanda de dinero se acostumbra a modelizar mediante la llamada restricción de *cash-in-advance* (CIA), o a través del supuesto de que la utilidad del consumidor depende de la cantidad de saldos monetarios reales que éste posee. En la mayoría de las formulaciones del modelo neoclásico se obtiene el conocido resultado de neutralidad de la política monetaria: por lo menos en una primera aproximación, los niveles de equilibrio de producto y empleo, así como de otras variables reales, quedan determinados con independencia de la política monetaria, cuya influencia se limita a la determinación de los valores de equilibrio de las variables nominales (1).

La política monetaria óptima en una economía neoclásica como la descrita más arriba viene dada por la llamada *regla de Friedman*. De acuerdo con esta regla, la autoridad monetaria debería mantener el tipo de interés nominal constante a un nivel cero, es decir:

$$r_t = 0$$

para todo  $t$ . La razón es sencilla. El mantenimiento de saldos monetarios reales por parte de los consumidores y empresas tiene un coste de oportunidad que viene dado por la rentabilidad de los activos con características de riesgo idénticas, es decir, el tipo de interés de la deuda a corto plazo sin riesgo. Por otra parte, el coste de producción de saldos monetarios adicionales se considera despreciable desde un punto de vista so-

cial. Sólo si el tipo de interés es cero se va a satisfacer la condición de eficiencia que requiere la igualdad del coste de oportunidad de mantener saldos monetarios (es decir, el tipo de interés nominal) con el coste marginal de su producción (que es aproximadamente cero). Para implementar la regla de Friedman, sólo es necesario que el banco central ajuste la cantidad de dinero en circulación hasta llegar a saturar la demanda de saldos reales proveniente de los agentes económicos. En diversos trabajos recientes se han analizado modelos alternativos de economías neoclásicas, llegándose a la conclusión de que la optimalidad de la regla de Friedman es una propiedad robusta de tales modelos (2).

Nótese que la adopción de la regla de Friedman como base de la política monetaria tiene implicaciones claras para el nivel de inflación. Ello es debido a que, bajo supuestos convencionales, el tipo de interés *real* de equilibrio tiende a ser positivo en promedio a lo largo del tiempo (3). Por lo tanto, el mantenimiento de un tipo de interés nominal cero hace necesario que la tasa de inflación media a lo largo del tiempo sea *negativa*. Dicho de otro modo, en una economía neoclásica, la existencia de una situación de *deflación* persistente es una consecuencia necesaria de la adopción de la política monetaria óptima.

No tenemos constancia de ningún país cuyo banco central haya adoptado de forma deliberada la regla de Friedman como estrategia de política monetaria (4). El principal motivo es que la optimalidad de la regla de Friedman depende del cumplimiento de una serie de supuestos «neoclásicos» que difícilmente se satisfacen en la realidad, y que incluyen flexibilidad completa de precios y sala-

rios, ausencia de distorsiones fiscales, etc. Como veremos más adelante, cuando tales supuestos no se cumplen puede ser deseable estabilizar la tasa de inflación en un nivel cero (o incluso positivo). Por sí sólo, tal objetivo es inconsistente con que el tipo de interés nominal se mantenga de forma permanente en un nivel cero (o cercano), ya que ello requeriría un tipo de interés real demasiado bajo para ser compatible con el deseo de mantener un nivel estable de inflación.

¿Qué razones justifican que se intente evitar una inflación media negativa en la práctica? En una economía en la que tanto los precios como los salarios nominales (especialmente estos últimos) muestran una fuerte *rigidez a la baja*, una tasa de inflación positiva es deseable, ya que permite ajustes en los precios relativos que no serían posibles bajo una inflación nula o negativa (puesto que ello requeriría una disminución *absoluta* de algunos precios o salarios) (5). Por otra parte, y en la medida en que el gobierno sólo tenga acceso a impuestos distorsionadores, una tasa de inflación positiva puede ser necesaria para alcanzar un nivel óptimo de señoreaje. Ambos argumentos sugieren que el tipo de interés nominal debería ser positivo en promedio.

Pero además, y anticipando algunos de los argumentos que se analizarán en detalle más adelante, existen razones para pensar que el mantenimiento de un tipo de interés *constante* (aunque fuera a un nivel positivo) no debería ser óptimo. Ello es debido a que, en la medida en que los precios muestren una cierta rigidez, los cambios en el tipo de interés nominal son el principal mecanismo a través del cual un banco central puede influir sobre el nivel de ac-

tividad económica, ya que éstos afectarán al tipo de interés real (dado el ajuste gradual de la inflación) y, a través de éste, a la demanda agregada y al nivel de actividad económica.

En resumen, y al margen del interés que pueda tener desde un punto de vista teórico, difícilmente podemos asignar a la regla de Friedman un valor práctico útil como guía en el diseño y conducción de la política monetaria. Los apartados que siguen analizan la política monetaria óptima en un contexto más realista (lejos de los supuestos ideales neoclásicos), y por lo tanto con implicaciones prácticas más evidentes.

### III. EL MODELO NEO-KEYNESIANO COMO LABORATORIO PARA EL DISEÑO Y EVALUACIÓN DE POLÍTICAS MONETARIAS ALTERNATIVAS

Antes de exponer algunos de los resultados principales obtenidos en la literatura cuando se relaja el supuesto de flexibilidad perfecta de precios y salarios que caracteriza al modelo neoclásico, creo conveniente dedicar este apartado a la descripción de las características de los modelos que han servido de base para la obtención de dichos resultados, y que se han convenido en denominar modelos neo-keynesianos.

La última década ha sido testigo de desarrollos significativos en la modelización macroeconómica, con importantes implicaciones para el análisis y la evaluación de políticas monetarias alternativas. Una característica clave de dichos desarrollos es la incorporación de fricciones de naturaleza diversa (reales y nominales) en los modelos dinámicos estocásticos de equi-

librio general (DEG), tradicionalmente asociados con la escuela de ciclos económicos reales. En concreto, la nueva generación de modelos macro, a los que normalmente se les denomina como neo-keynesianos, combinan dos importantes supuestos: 1) la existencia de competencia monopolística por parte de las empresas (lo que da lugar a un problema de fijación óptima de precios por parte de éstas), y 2) la presencia de restricciones sobre la frecuencia con la que dichas empresas pueden reoptimizar su precio.

La literatura reciente contiene una variedad de formalismos que permiten introducir dichas rigideces de precios. En algunos casos se hace el supuesto de que todas las empresas reoptimizan su precio en cada período, pero sólo antes de la realización de la incertidumbre sobre las distintas variables aleatorias exógenas (cambios en la política monetaria o fiscal, o en los parámetros que definen preferencias y tecnología) (Blanchard y Kiyotaki, 1987). En otros casos se introduce de forma explícita la existencia de costes de ajustes del precio (6). Una tercera clase de modelos supone que sólo una fracción de las empresas reoptimiza su precio en cada período. Esta última clase de modelos se presenta en distintas variaciones. En el llamado modelo de Taylor cada empresa mantiene su precio constante por un número determinado de períodos (Chari *et al.*, 2000). En el modelo de Calvo (1983), la probabilidad de que una empresa pueda ajustar su precio en un período dado es constante e independiente del tiempo transcurrido desde el último ajuste (Yun, 1996).

Con independencia del formalismo concreto utilizado, la introducción de rigideces de precios en los modelos DEG tiene tres consecuencias muy importantes. En

primer lugar, implica la existencia de efectos reales (no-neutralidad) a corto plazo de choques monetarios, es decir, de variaciones exógenas en el instrumento de política monetaria (e.g., el tipo de interés). En segundo lugar, conlleva que la respuesta de la economía a cualquier tipo de perturbación no monetaria se vea afectada por la forma en que el banco central responde a dichas perturbaciones, es decir, por lo que podríamos llamar el componente endógeno de la política monetaria. En tercer lugar, la existencia de costes de ajuste del precio o de restricciones sobre la frecuencia de dichos ajustes implica que la determinación óptima del precio por parte de las empresas tenga en cuenta no sólo los costes de producción y las condiciones de demanda efectivas en el período en el que fijan el precio, sino también las expectativas sobre la evolución de tales factores en el futuro (ya que la empresa reconoce que no podrá reajustar libremente el precio ante cualquier modificación de los mismos). Como consecuencia de ello, la inflación pasa a ser una variable anticipatoria (*forward-looking*), dependiendo no sólo de las variables de política monetaria efectivas en el mismo período, sino también de las expectativas sobre la política monetaria futura y, específicamente, de la respuesta que se espera que siga en el tiempo a cualquier perturbación que afecte a la economía.

¿Cuáles son las implicaciones de la presencia de rigideces nominales para el diseño de la política monetaria? En los apartados siguientes se describen de forma sucinta algunas de ellas, centrándonos una vez más en su repercusión sobre la forma óptima de la regla de tipo de interés. Para ello, tomamos como modelo de referencia de nuestro análisis el llamado

modelo neo-keynesiano, basado en el formalismo de Calvo (7).

#### IV. EL DISEÑO ÓPTIMO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL MODELO NEO-KEYNESIANO BÁSICO

Como punto de partida de nuestro análisis resulta útil considerar el diseño óptimo de la política monetaria en una economía en la que la única distorsión relevante es la existencia de rigideces de precios. Ello supone hacer abstracción de dos fricciones adicionales que normalmente son inherentes a los modelos monetarios con rigideces nominales: a) la existencia de poder de mercado por parte de las empresas y b) la existencia de una demanda de dinero motivada por el ahorro de recursos que posibilita aquél, al facilitar las transacciones. Desde un punto de vista formal, la distorsión asociada con a) puede eliminarse suponiendo la existencia de un subsidio compensador de tamaño apropiado. La abstracción de la distorsión asociada con b) se justifica con el argumento de que los recursos reales empleados en las transacciones son despreciables, con independencia del nivel de salarios monetarios. Este último supuesto, llevado al límite y combinado con una descripción de la política monetaria basada en las reglas de tipo de interés, ha dado lugar a los llamados modelos monetarios «sin dinero», cuyo análisis no requiere ninguna referencia explícita a la oferta monetaria o a la demanda de dinero.

##### 1. Objetivos de política monetaria

En una economía como la descrita en el párrafo anterior la única fuente de ineficiencia en la

asignación de recursos es, por construcción, la presencia de precios rígidos. La distorsión generada por tal rigidez tiene dos dimensiones. En primer lugar, la incapacidad de las empresas para ajustar libremente sus precios da lugar a una discrepancia entre precio y coste marginal (social), en respuesta a cualquier perturbación que altere dicho coste (8). En segundo lugar, y en la medida en que la rigidez supuesta implique que sólo una fracción de las empresas puedan ajustar sus precios en cada período, los precios relativos de los distintos bienes (y por lo tanto su demanda y producción relativa) se verán afectados, a pesar de la ausencia de *shocks* asimétricos que pudieran justificar tales variaciones. Todo ello genera una asignación ineficiente de los recursos. En este contexto, el principio que debería regir la política monetaria óptima es fácil de describir: el banco central debería intentar replicar la asignación de recursos asociada con el equilibrio con precios flexibles, ya que, por construcción, tal asignación tiene que ser óptima (dado que bajo nuestros supuestos la única distorsión operativa es la existencia de precios rígidos).

¿Cómo debería fijar el tipo de interés el banco central para alcanzar la asignación asociada con el equilibrio bajo precios flexibles? Antes de intentar responder a tal pregunta resulta útil pensar en las implicaciones de dicha política sobre el nivel de inflación. Nótese, en este sentido, que las decisiones de consumo y producción de los distintos bienes sólo serán inmunes a la existencia de restricciones al ajuste de precios si estas últimas son «inactivas» (y por lo tanto irrelevantes). Para que ello sea posible es necesario que, en equilibrio, todas las empresas deseen mantener inalterados los precios de sus bienes, con independencia de si

pueden o no modificarlos. Tal circunstancia se producirá sólo si el coste marginal generado por el nivel de actividad económica es tal que los márgenes obtenidos por las empresas, *dados los precios vigentes*, coinciden con los márgenes deseados u óptimos, es decir, los márgenes que mantendrían en ausencia de restricciones al ajuste de precios. Bajo estas condiciones, la asignación de recursos coincidirá con la del equilibrio con precios flexibles, es decir, con la asignación óptima (bajo los supuestos expuestos más arriba). Dado que ninguna empresa tendrá ningún incentivo para modificar su precio, todos los precios se mantendrán constantes y, por lo tanto, lo mismo sucederá con el nivel general de precios. Dicho de otra manera, la implementación de la política monetaria óptima tiene como consecuencia un nivel de inflación constante e igual a cero (9). El nivel de producción que garantiza dicha estabilidad de precios se denomina convencionalmente *nivel natural del producto* (o, de forma más sucinta, producto potencial) y, por construcción, corresponde al nivel de producción de equilibrio bajo precios flexibles.

Puede resultar de interés mencionar que algunos trabajos recientes han demostrado que, bajo determinados supuestos que no parecen alejados de la realidad, los objetivos asociados con la política monetaria óptima en una economía abierta coinciden con los descritos anteriormente (10). Sin embargo, en el caso de una economía abierta se hace necesario precisar que la medida de inflación que debe estabilizarse con vistas a alcanzar el nivel de actividad eficiente corresponde a la tasa de inflación de los precios internos (es decir, la tasa de crecimiento del deflactor del PIB). Bajo dicha política óptima, tanto la inflación de precios al consumo (que incluye

los precios de los bienes importados) como el tipo de cambio (nominal y real) pueden experimentar variaciones sustanciales, que permiten acomodar los cambios en los términos de intercambio con el exterior que estén justificados por los distintos *shocks* que impacten de forma asimétrica a las economías interna y mundial.

## 2. Implementación

Una vez determinados los objetivos de la política monetaria en el modelo simplificado descrito más arriba, nos tenemos que preguntar cómo debería implementarse dicha política para alcanzar tales objetivos. Más específicamente, debemos determinar la regla de tipo de interés que garantice la plena estabilidad de precios y un nivel de producción que coincida con nivel natural, es decir:

$$\pi_t = 0$$

$$y_t = y_t^*$$

para todo  $t$ , donde  $\pi_t$  representa la tasa de inflación entre  $t-1$  y  $t$ , mientras que  $y_t$  y  $y_t^*$  representan los niveles de producción efectivo y potencial (o natural), respectivamente.

Dado el requisito de estabilidad de precios y de equivalencia con la asignación de equilibrio bajo precios flexibles, la trayectoria del tipo de interés nominal consistente con la política óptima deberá coincidir con la del tipo de interés real de equilibrio en ausencia de rigideces de precios. Esta última variable está determinada con independencia del régimen de política monetaria en vigor, y se la conoce con el nombre de *tipo de interés natural* (o wickselliano). Como regla general, el valor que toma en cada momento dicho tipo de interés natural es una función

de los valores de las variables exógenas y de los parámetros del modelo, así como de la estructura misma del modelo (o por lo menos de su sector «real»).

La discusión anterior podría sugerir que la regla de tipo de interés óptima en la economía bajo consideración podría tomar la forma:

$$r_t = r_t^*$$

para todo  $t$ , donde  $r_t^*$  representa el tipo de interés natural. Desafortunadamente, es posible demostrar que si bien la regla anterior es *consistente* con el resultado de estabilidad de precios y nivel de producción potencial deseado, este resultado no es necesariamente el que se obtendrá, ya que la regla anterior también es consistente con otros equilibrios en que tanto la inflación como el producto experimentan fluctuaciones persistentes (y subóptimas) alrededor de tales niveles deseados (11). Utilizando un lenguaje más técnico, podemos afirmar que la regla de tipo de interés considerada genera un equilibrio *indeterminado* que deja a la economía expuesta a *fluctuaciones de manchas solares*, un término utilizado para referirse a variaciones en agregados macroeconómicos cuyo origen no se encuentra en perturbaciones reales, sino en revisiones en las expectativas de los agentes independientes de tales perturbaciones. En equilibrio, estas revisiones adquieren la naturaleza de «profecías que se auto-realizan», y por lo tanto satisfacen la condición de expectativas racionales generalmente impuesta en la mayoría de modelos considerados por la literatura reciente.

En principio, el problema de indeterminismo descrito más arriba puede solucionarse fácilmente. Para ello es suficiente con que la autoridad monetaria siga una re-

gla de tipo de interés que implique una respuesta «suficientemente fuerte» a cualquier desviación que pudiera producirse en el nivel de inflación y producción respecto a los niveles deseados, además de los ajustes requeridos por las variaciones que puedan producirse en el tipo natural. Específicamente, supongamos que el banco central sigue una regla de la forma:

$$r_t = rr_t^* + \varphi_\pi \pi_t + \varphi_y (y_t - y_t^*) \quad [1]$$

donde la variable  $y_t - y_t^*$  (que representa la distancia entre el producto y su valor potencial) se conoce habitualmente con el nombre de *output gap*. En este caso, la existencia de un equilibrio único (que corresponde a la asignación óptima y que conlleva la estabilidad de precios deseada) queda garantizada si las condiciones:

$$\varphi_\pi > 1$$

$$\varphi_y \geq 1$$

se satisfacen. Por lo tanto, y en palabras, vemos que para alcanzar sus objetivos es *suficiente* que el banco central ajuste el tipo de interés nominal de acuerdo con los siguientes criterios:

1) de forma proporcional a las variaciones en el tipo natural;

2) en proporción mayor a cualquier variación eventual de la inflación, de forma que el tipo de interés real (es decir, la diferencia entre el tipo nominal y la inflación) se mueva en la misma dirección que la inflación y juegue así un papel estabilizador, y

3) de forma anticíclica (o, a lo sumo, acíclica), evitando por lo tanto que el tipo nominal responda negativamente a variaciones eventuales en el *output gap*.

Los criterios 2) y 3) constituyen una versión (simplificada) del llamado «principio de Taylor», y son generalmente aceptados como condiciones indispensables de «buena práctica» en política monetaria (12).

### 3. Reglas de tipo de interés simples

Hemos visto cómo, en el contexto del modelo neo-keynesiano que nos sirve de referencia, la regla de tipo de interés óptima viene dada por [1]. Aun bajo el supuesto de que tal modelo constituya una buena representación del funcionamiento de la economía, existen consideraciones que hacen muy difícil pensar que un banco central pudiera adoptar una regla de este tipo en la práctica. La razón principal es que el tipo de interés natural  $r_t^*$  es un concepto teórico cuyo cálculo requiere un conocimiento preciso de la estructura concreta del modelo subyacente, de los valores de sus parámetros, así como de las realizaciones de todas las variables y perturbaciones exógenas que afecten a la economía. Dicho de otro modo: el tipo natural es una variable no observable en la práctica, y por lo tanto no puede constituir un factor al que el banco central pueda responder de forma sistemática. Nótese que el mismo problema afecta al nivel natural del producto  $y_t^*$ , aunque ello no supone necesariamente un problema, ya que, en principio, la regla óptima no requiere que el banco central responda activamente a variaciones en el *output gap* (es decir, siempre puede fijar  $\varphi_y = 0$ ).

El razonamiento anterior explica que buena parte de los esfuerzos de investigación en los últimos años se hayan centrado en la búsqueda de *reglas simples* de política monetaria. El elemen-

to definidor de tales reglas es la posibilidad práctica de implementación, lo cual requiere que dependan de variables que sean fácilmente observables por la autoridad monetaria.

Un ejemplo de regla simple es la llamada «regla de Taylor», que puede representarse, en su versión más común, del siguiente modo:

$$r_t = \varphi_0 + \varphi_\pi \pi_t + \varphi_y \hat{y}_t \quad [2]$$

donde  $\hat{y}_t$  denota la desviación porcentual del producto respecto a su valor tendencial (obtenido este último mediante algún procedimiento estadístico convencional de estimación de tendencias de series temporales).

Una regla parecida a [2], con parámetros,  $\varphi_0 = 1$ ,  $\varphi_\pi = 1,5$ ,  $\varphi_y = 0,5$ , fue propuesta originalmente por John Taylor como una aproximación empírica al comportamiento de los tipos de interés fijados por la Reserva Federal durante los primeros años del mandato de Alan Greenspan (iniciado en agosto de 1987). El gráfico 1 ilustra la capacidad de la simple fórmula propuesta por Taylor para explicar los movimientos del tipo de interés en EE.UU. durante el período 1987:III-2004:II, actualizando de este modo la evidencia original de Taylor. En los últimos años han aparecido numerosos trabajos donde se evalúa la capacidad de reglas de tipo de interés basadas en la regla de Taylor para explicar las variaciones de tipos de interés en diversos países y períodos históricos (13).

Al margen de su capacidad descriptiva, la regla de Taylor ha sido analizada desde un punto de vista normativo por numerosos autores, en el contexto de distintos modelos con rigideces de pre-

GRÁFICO 1  
EL AJUSTE DE LA REGLA DE TAYLOR EN EE.UU.: 1987:III-2004:I



cios (14). Este análisis normalmente se efectúa en comparación con otras reglas simples, o bien con la regla óptima. La comparación de las implicaciones de distintas reglas en términos de bienestar normalmente utiliza como criterio una «función de pérdidas» que toma la forma:

$$\alpha \text{var}(y_t - y_t^*) + \text{var}(\pi_t) \quad [3]$$

es decir, una combinación lineal de las varianzas del *output gap* y de la inflación (15). Para el modelo neo-keynesiano sencillo que nos ocupa, Rotemberg y Woodford (1999) han demostrado que dicha función es proporcional a la pérdida de bienestar (expresada en términos de consumo equivalente) experimentada por el consumidor representativo como consecuencia de la implementación de una política monetaria subóptima, donde el coeficiente  $\alpha$  es una función de distintos parámetros del modelo.

Del análisis de reglas simples que se encuentra en la literatura se desprenden varias conclusiones generales. En primer lugar, una regla de Taylor «bien diseñada» puede llegar a aproximar sorprendentemente bien las propiedades de la regla óptima, en el contexto de nuestro modelo neo-keynesiano de referencia. Dicho resultado se obtiene también cuando se utilizan otros modelos con rigideces de precios, incluso cuando se compara la regla de Taylor con otras reglas más complejas (algunas de las cuales pueden ser óptimas bajo los supuestos de un modelo concreto) (16).

¿Qué se entiende como una regla de Taylor «bien diseñada» en este contexto? Básicamente, consiste en una versión de [2] que asigna un valor alto al coeficiente  $\phi_{\pi}$  asociado con la tasa de inflación, y un valor bajo (o nulo) al coeficiente  $\phi_y$  asociado con las desviaciones del producto respec-

to a una tendencia. La razón es sencilla: si bien la estabilización de la inflación es uno de los objetivos de la política monetaria, no lo es la estabilización del nivel de producción (o de su desviación respecto a una tendencia). En la medida en que el nivel de producto *potencial* experimente fluctuaciones en respuesta a perturbaciones de distinta naturaleza (tecnológicas, fiscales, etc.), es deseable que también lo haga el nivel de producción efectiva. En este sentido, cualquier intento de estabilizar esta última variable (mediante una respuesta sistemática del tipo de interés a sus variaciones) tendería a desestabilizar el *output gap* y, por lo tanto, llevaría a una asignación ineficiente de los recursos agregados. En teoría, este problema podría solventarse si el banco central respondiera directamente a las variaciones en el *output gap*, pero, como se ha argumentado más arriba, ello no es factible en la práctica, ya que re-

quiere el conocimiento del nivel de producción potencial vigente en cada momento, y este último no es observable ni fácilmente cuantificable.

Una segunda lección que se desprende de la literatura sobre reglas simples es que la consecución de los objetivos de estabilización de precios y eliminación del *output gap* requieren, por regla general, variaciones significativas del tipo de interés, la oferta monetaria y el tipo de cambio (en el caso de una economía abierta). Por lo tanto, cualquier regla de política monetaria que pretenda estabilizar o mantener constante una de estas variables tenderá a generar fluctuaciones ineficientes en el nivel de precios y de producción, con la consiguiente pérdida de bienestar. En este sentido, una regla simple, consistente en mantener una tasa de crecimiento constante de la oferta monetaria, un tipo de interés constante o un tipo de cambio fijo, se ve generalmente superada en términos de bienestar por la regla simple de Taylor.

La discusión anterior sugiere que un banco central debería concentrarse en la estabilización de la inflación en niveles cercanos a cero, y que este objetivo puede alcanzarse si se compromete a ajustar el tipo de interés nominal de forma más que proporcional a una eventual desviación de la tasa de inflación respecto de su nivel objetivo. Este compromiso, si es suficientemente creíble, debería bastar para estabilizar la inflación incluso ante perturbaciones que afecten de forma considerable al nivel de actividad económica. En la medida en que ello sea así, los cambios efectivos en el tipo de interés que serán necesarios en equilibrio tendrán un tamaño limitado (dada la estabilidad *ex-post* de la inflación).

El escenario descrito corresponde a una economía idealizada en la que la inflación está asociada necesariamente con desviaciones del producto respecto de su nivel potencial. En tal situación no existe un dilema de política (*policy trade-off*) entre estabilización de la inflación y eliminación del *output gap*, es decir, entre los dos componentes de la función objetivo [3]. Dado que el *output gap* es difícilmente observable, el banco central puede limitarse a estabilizar plenamente la inflación, con independencia del valor relativo que otorgue a sus dos objetivos (es decir, con independencia del valor de  $\alpha$ ). La razón es sencilla: la estabilización de precios garantiza la consecución de un nivel eficiente de producción (y viceversa).

Muchos autores han criticado el escenario anterior por su falta de realismo. Se argumenta que, en la práctica, los bancos centrales se enfrentan a situaciones que generan un dilema entre estabilización de la inflación o estabilización del *output gap*, siendo imposible la consecución simultánea de ambos objetivos.

En algunas ocasiones el argumento carece de validez, al responderse con una visión tradicional que otorga un valor intrínseco a la estabilización del nivel de actividad económica *per se*, con independencia de la evolución del producto potencial. Pero también aparecen esgrimidas en la literatura razones teóricas poderosas que acarrearán la imposibilidad (o, sencillamente, la no deseabilidad) de conseguir de forma simultánea la estabilización plena de la inflación y del *output gap*. A continuación se describen de forma sucinta algunos escenarios analizados en la literatura en los que emerge tal dilema, dificultando el diseño e implementación de la política monetaria óptima.

## V. EL DISEÑO ÓPTIMO DE LA POLÍTICA MONETARIA: EXTENSIONES DEL MODELO NEO-KEYNESIANO BÁSICO

En este apartado se analizan tres modificaciones del modelo neo-keynesiano básico utilizado en el análisis anterior. En cada una de ellas se introducen, de forma consecutiva, los siguientes elementos: 1) perturbaciones *cost-push*; 2) rigideces de salarios nominales, y 3) fricciones en las transacciones.

### 1. Perturbaciones *cost-push*

Muchos de los modelos utilizados en la literatura para el análisis de política monetaria suponen la existencia de un tipo de perturbación (normalmente denominada *cost push* en inglés) que genera variaciones en la tasa de inflación incluso en el caso en que el producto se encuentre en su nivel potencial. Existen diversas justificaciones teóricas para las perturbaciones de esta naturaleza. Así pues, aparecerán en la medida en que el margen del precio (sobre coste) deseado por las empresas y/o el margen del salario (sobre el coste de oportunidad del trabajo) exigido por los trabajadores varíen de forma exógena (independientemente de las variaciones endógenas de tales márgenes que resultan de la existencia de rigideces nominales). Con independencia de su origen, las perturbaciones *cost push* generan un dilema importante para la autoridad monetaria: la estabilización de la inflación sólo puede alcanzarse permitiendo fluctuaciones en el *output gap* (y viceversa).

En dicho contexto, la forma que toma la política monetaria óptima depende en gran medida

de la capacidad del banco central para comprometerse de forma creíble a determinadas acciones futuras en respuesta a una perturbación actual, y a llevar a cabo efectivamente tal compromiso (aunque ello resulte subóptimo *ex-post*) (17).

Consideremos en primer lugar el caso en que tal capacidad de compromiso (*commitment*) no es viable, un escenario al que nos referiremos como de política discrecional. En dicho escenario el banco central tomará como dadas las expectativas sobre inflación y *output gap* futuros, y se limitará en cada período a ajustar el tipo de interés para influir en el nivel de actividad, con el fin de reducir el impacto sobre la inflación de una perturbación *cost-push*. La medida en que el ajuste óptimo recae sobre el nivel de actividad o la inflación depende de distintas características de la economía, incluyendo, de forma singular, las preferencias del banco central (reflejadas en el peso relativo de la volatilidad de las dos variables en su función objetivo). Tal política puede implementarse mediante una regla de Taylor simple que implique un ajuste del tipo de interés a cambios en el nivel de inflación (y que ignore otras variables no observadas como el *output gap*). Cuanto mayor sea el valor otorgado a la estabilización de la inflación en la función objetivo mayor será el aumento del tipo de interés necesario en respuesta a un choque *cost-push* desfavorable, y por lo tanto mayor el coeficiente asociado a la inflación en la regla de tipo de interés. En cualquier caso, la inflación y el producto volverán a sus valores objetivo tan pronto haya desaparecido la perturbación que generó el dilema de política inicial.

En el caso de que el banco central pueda comprometerse de for-

ma creíble a una determinada respuesta futura ante cualquier perturbación *cost-push* que afecte a la economía en el presente, la forma de la política monetaria óptima se ve alterada considerablemente. Específicamente, el ajuste deseado en el nivel del producto en respuesta a un choque *cost-push* será, por regla general, más persistente que dicha perturbación, prolongándose incluso más allá del período en que esta última permanezca activa. La razón por la que tal política «inercial» es deseable tiene que ver con el carácter anticipatorio (*forward-looking*) de la inflación al que nos hemos referido anteriormente. Esta característica permite que el banco central pueda influir sobre el nivel de inflación en un período determinado no sólo actuando sobre el nivel de producción del mismo período, sino también creando expectativas en el sentido deseado sobre el nivel de producción en el futuro. Ello posibilita que se consiga una reducción simultánea en las desviaciones de la inflación y el producto (respecto a sus objetivos) en los períodos en las que estas desviaciones hubieran sido mayores, a cambio de aceptar desviaciones ligeramente superiores en otros períodos. Tal estrategia de «alisado» de las desviaciones de inflación y *output gap* resulta óptima, dado que los costes de dichas desviaciones en términos de bienestar son no lineales (puesto que la varianza depende del cuadrado de tales desviaciones).

Una consecuencia, quizá sorprendente, de la política óptima en este último escenario es la estacionariedad del nivel de precios resultante, que implica que esta última variable retorne eventualmente a su nivel inicial después de cualquier desviación provocada por una perturbación *cost-push*. Ello supone, a su vez, que cualquier episodio de inflación posi-

va tiene que venir seguido, tarde o temprano, por uno de inflación negativa (y viceversa). Tal propiedad contrasta con la práctica actual de la mayoría de los bancos centrales con objetivos de inflación, resultando por otra parte consistente con una estrategia de objetivo de nivel de precios (aunque esta última no ha sido adoptada por ningún banco central en el período reciente).

## 2. Rigideces de salarios nominales

El marco teórico que hemos utilizado para desarrollar los principios de política monetaria óptima supone implícitamente la existencia de flexibilidad en los salarios nominales. Varios autores han extendido el modelo neo-keynesiano incorporando rigideces en los salarios nominales, en coexistencia con rigideces en los precios (Erceg, Henderson y Levin, 2000). Normalmente, la introducción de salarios rígidos se formaliza mediante el supuesto de contratos laborales solapados, caracterizados por un salario nominal constante (hasta que se acuerda un nuevo contrato).

La coexistencia de ambos tipos de rigideces nominales tiene consecuencias importantes para el diseño óptimo de la política monetaria. En primer lugar, tal coexistencia genera un dilema entre la estabilización del *output gap* y la estabilización de la tasa de inflación. En segundo lugar, ya no es posible replicar la asignación de recursos asociada con el equilibrio con precios flexibles en la medida en que ésta requiera variaciones en el salario real. En tercer lugar, la función objetivo del banco central que refleja las pérdidas de bienestar de los consumidores incorpora, además de las varianzas del *output gap* y la

inflación de precios, la varianza de la tasa de inflación de salarios. Como consecuencia de todo ello, puede demostrarse que una política de estabilización plena del nivel de precios (es decir, de inflación de precios cero) no es óptima, ya que conduce a una volatilidad excesiva en la inflación de salarios y, por lo tanto, a una mayor distorsión en los salarios relativos y en la asignación resultante del factor trabajo entre empresas. En este escenario la política óptima requiere que el banco central responda a las variaciones de ambas tasas de inflación (Giannoni y Woodford, 2003). Dicha política contrasta con la práctica habitual de los bancos centrales, cuyos mandatos o decisiones puntuales raramente tienen en consideración la inflación de salarios, por lo menos de forma explícita y con independencia de sus posibles efectos sobre la inflación de precios.

### 3. Fricciones en las transacciones

Además de la introducción de rigideces de salarios, el modelo neo-keynesiano ha sido modificado para incorporar de forma explícita la existencia de fricciones en las transacciones. A continuación se describen de forma breve algunas implicaciones de dichas fricciones para el diseño de la política monetaria.

Bajo el supuesto de que los saldos monetarios reducen el coste de tales transacciones, los consumidores estarán dispuestos a mantener parte de su riqueza financiera en forma de dinero, es decir, de activos muy líquidos con rentabilidad nominal cero (o cercana cero). En este contexto, y como se ha discutido anteriormente, la existencia de un tipo de interés positivo en los activos fi-

nancieros no monetarios (con características de riesgo idénticas al dinero) equivale a un impuesto sobre el mantenimiento de saldos monetarios. De forma análoga a otros impuestos distorsionadores, y dado un valor medio del tipo de interés (determinado por el objetivo de inflación a largo plazo), las pérdidas en términos de bienestar asociadas con dichas distorsión son proporcionales a la varianza del tipo de interés. Ello implica que la función objetivo del banco central incorpore dicha varianza, además de las varianzas del *output gap* y de la tasa de inflación (Woodford, 1999). La consecuencia principal de la presencia de fricciones de transacción para la política monetaria es, por lo tanto, la aparición de un nuevo objetivo, que se añade a los de estabilización de inflación y *output gap*: la necesidad de «alisar» el movimiento de los tipos de interés, limitando su volatilidad.

En una economía como la descrita más arriba ya no será óptimo, por regla general, que el banco central ajuste el tipo de interés de forma inmediata y equiproporcional en respuesta a los movimientos del tipo de interés natural (bajo el supuesto de que este último pudiera ser observado). Por lo tanto, podemos esperar que la magnitud de las fluctuaciones de inflación y *output gap* generadas por la política óptima aumente con el grado de volatilidad del tipo de interés natural, ya que cuanto mayor sea tal volatilidad más costoso resultará estabilizar la inflación y el *output gap*.

Desde una perspectiva empírica, las implicaciones de la política óptima en presencia de fricciones de transacción parecen consistentes con la gradualidad en las variaciones del tipo de interés que se observa en EE.UU. y otros países industrializados (18).

## VI. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha ofrecido una panorámica general de la literatura reciente sobre política monetaria, concentrándose en el diseño óptimo de reglas de tipo de interés como tema central. Esta literatura ha adoptado las técnicas de modelización que caracterizaban los modelos de ciclos económicos reales (equilibrio general, optimización), combinándolas con supuestos de tipo keynesiano (competencia monopolística, rigideces nominales) y poniéndolas al servicio del análisis de la política monetaria.

Algunas de las conclusiones que se obtienen en esta literatura respecto a la forma en que debería conducirse la política monetaria aportan una justificación teórica de la estrategia de objetivos directos de inflación que, de forma más o menos explícita, han adoptado los bancos centrales de un buen número de países a lo largo de los últimos quince años. Las decisiones de tipo de interés asociadas a esta estrategia, reflejadas en una regla de Taylor o parecida, permiten una aproximación razonable a la política monetaria óptima, dadas las restricciones de información que afectan a un banco central.

De la literatura reciente se derivan también algunos resultados normativos que aún no parecen haberse reflejado en la práctica de la política monetaria ni en el debate público sobre ella (por lo menos fuera de los círculos académicos). Entre ellos destacaría los siguientes:

— Las posibles ventajas de adoptar una estrategia de objetivos de nivel de precios, en sustitución del marco actual de objetivos para la tasa de inflación.

— La deseabilidad de limitar las variaciones en la inflación de salarios nominales.

— El valor limitado que tienen para la política monetaria las estimaciones convencionales del *output gap*, al no tener en cuenta las posibles variaciones sustanciales que experimenta el nivel de producto potencial en el corto plazo, como resultado de *shocks* reales de todo tipo.

Cabe esperar que la discusión de estos y otros muchos temas mantendrá vivo el debate sobre el diseño óptimo de la política monetaria en los próximos años. Dados los avances recientes en el campo de la economía monetaria, también cabe pronosticar un papel importante de la teoría económica como soporte de tal debate. El uso creciente por parte de los bancos centrales más sofisticados de los conceptos y modelos desarrollados por la literatura reciente refuerza este pronóstico.

#### NOTAS

(\*) Centre de Recerca en Economia Internacional. El presente artículo es una versión editada para su publicación en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA de un trabajo en preparación para la serie *Opuscles del CREI*. El autor agradece el apoyo financiero del CREI y de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

(1) Véase el capítulo 2 de WALSH (2003) para una descripción detallada del modelo monetario neoclásico, así como de formalizaciones alternativas de la demanda de dinero.

(2) Véase, por ejemplo, CORREIA y TELES (1999), y CHARI y KEHOE (1999).

(3) Tal propiedad, que se satisface claramente desde un punto de vista empírico en los países industrializados, refleja la preferencia de los individuos por el consumo actual respecto al consumo futuro.

(4) Si bien es cierto que el Banco de Japón ha mantenido el tipo de interés en un nivel cero (o cercano) desde mediados de la década de los noventa, y que tal circunstancia ha coincidido en el tiempo con un largo período deflacionista en dicho país. Pero pocos economistas se han atrevido a describir tal política (y la deflación asociada) con el calificativo

de óptima. Por el contrario, el escenario japonés se interpreta normalmente como una situación de «trampa de liquidez», en la que el banco central desearía reducir el tipo de interés para estimular el nivel de actividad y frenar la caída persistente del nivel de precios, pero ve la imposibilidad de sostener en equilibrio un tipo de interés nominal negativo. Véase el trabajo de EGGERTSON y WOODFORD (2003) para una perspectiva moderna sobre el problema de la trampa de liquidez y sus posibles soluciones.

(5) Véase AKERLOF, DICKENS y PERRY (1996) para un análisis de las implicaciones macroeconómicas de la combinación de precios y salarios rígidos y tasas de inflación bajas.

(6) Véase ROTEMBERG (1996) para el caso de costes de ajuste cuadráticos.

(7) El lector puede encontrar una descripción detallada de dicho modelo en KING y WOLMAN (1996), WOODFORD (2003, capítulo 4) o YUN (1996), entre otros.

(8) Nótese que el subsidio que hemos supuesto garantizaría dicha igualdad aun en presencia de competencia monopolística.

(9) Para una discusión más detallada, véase, por ejemplo, el trabajo de GOODFRIEND y KING (1997).

(10) Véase, por ejemplo, el trabajo de GALÍ y MONACELLI (2003).

(11) Véase el trabajo de BULLARD y MITRA (2002) para una demostración formal de dicha posibilidad.

(12) Véase WOODFORD (2001) para una discusión de la forma precisa y la intuición económica detrás del principio de Taylor.

(13) TAYLOR (1999b) analiza las discrepancias entre el tipo de interés efectivo en EE.UU. y el generado por su propia regla para todo el período de posguerra, como base para la identificación de «errores de política».

(14) CLARIDA, GALÍ y GERTLER (2000) estiman distintas versiones de la regla de Taylor, incluyendo una versión *forward-looking* en la que el banco central responde a las expectativas de inflación y producto. Los autores destacan el aumento estimado en el tamaño de la respuesta de la Fed a la inflación en el período iniciado con el mandato de Volcker, y en comparación con el período de posguerra anterior. CLARIDA, GALÍ y GERTLER (1999) estiman reglas de Taylor *forward looking* para los diferentes países del G7. También existen algunos ejemplos de reglas de Taylor estimadas para el BCE; véase, por ejemplo, GALÍ, GERLACH, ROTEMBERG, UHLIG y WOODFORD (2004).

(15) Véase ROTEMBERG y WOODFORD (1999) y otros trabajos incluidos en TAYLOR (1999a), así como GALÍ (2003).

(16) Véanse, entre otros, los trabajos de IRELAND (2000), ROTEMBERG y WOODFORD (1999), RUDEBUSCH y SVENSSON (1999), y LEVIN, WIELAND y WILLIAMS (1999).

(17) CLARIDA, GALÍ y GERTLER (1999) presentan un análisis detallado de la política óptima en presencia de perturbaciones del tipo *cost-push*.

(18) CLARIDA, GALÍ y GERTLER (1998), entre otros, presentan evidencia de gradualidad en el ajuste del tipo de interés en los países del G7.

#### BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, George; DICKENS, William, y PERRY, George (1996), «The macroeconomics of low inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1: 1-76.
- BLANCHARD, Olivier J., y KIYOTAKI, Nobuhiro (1987), «Monopolistic competition and the effects of aggregate demand», *American Economic Review*, 77: 647-666.
- BULLARD, James, y MITRA, Kaushik (2002), «Learning about monetary policy rules», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, número 6: 1105-1130.
- CALVO, Guillermo (1983), «Staggered prices in a utility maximizing framework», *Journal of Monetary Economics*, 12: 383-398.
- CHARI, V. V., y KEHOE, Patrick J. (1999), «Optimal fiscal and monetary policy», en TAYLOR, J. B., y WOODFORD, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C: 1671-1745.
- CHARI, V.V.; KEHOE, Patrick J., y McGRATTAN, Ellen R. (2000), «Sticky price models of the business cycle: Can the contract multiplier solve the persistence problem?», *Econometrica*, vol. 68, n.º 5: 1151-1180.
- CHRISTIANO, Lawrence J.; EICHENBAUM, Martin, y EVANS, Charles L. (1998), «Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?», en TAYLOR, J.B., y WOODFORD, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, volumen 1A: 65-148.
- CLARIDA, Richard; GALÍ, Jordi, y GERTLER, Mark (1998), «Monetary policy rules in practice: Some international evidence», *European Economic Review*, vol. 42: 1033-1067.
- (1999), «The science of monetary policy: A New Keynesian perspective», *Journal of Economic Literature*, vol. 37: 1661-1707.
- (2000), «Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory», *Quarterly Journal of Economics*, volumen 105, issue 1: 147-180.
- (2001), «Optimal monetary policy in open vs. closed economies: An integrated approach», *American Economic Review*, volumen 91, n.º 2: 248-252.
- COOLEY, Thomas F., y HANSEN, Gary D. (1989), «Inflation tax in a real business cycle model», *American Economic Review*, 79: 733-748.
- CORREIA, Isabel, y TELES, Pedro (1999), «The Optimal Inflation Tax», *Review of Economic Dynamics*, vol. 2, n.º 2: 325-346.

<p>CORSETTI, Giancarlo, y PESENTI, Paolo (2001), «Welfare and macroeconomic interdependence», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, vol. CXVI, issue 2: 421-446.</p> <p>EGGERTSON, Gauti, y WOODFORD, Michael (2003), «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, volumen 1: 139-211.</p> <p>ERCEG, Christopher J.; HENDERSON, Dale W., y LEVIN, Andrew T. (2000), «Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts», <i>Journal of Monetary Economics</i>, vol. 46, n.º 2: 281-314.</p> <p>GALÍ, Jordi (2003), «New perspectives on monetary policy, inflation, and the business cycle», en <i>Advances in Economics and Econometrics</i>, vol. III, DEWATRIPONT, M.; HANSEN, L., y TURNOVSKY, S. (eds.), Cambridge University Press (y en <i>NBER WP #8767</i>).</p> <p>GALÍ, Jordi, y GERTLER, Mark (1999), «Inflation dynamics: A structural econometric analysis», <i>Journal of Monetary Economics</i>, volumen 44, n.º 2: 195-222.</p> <p>GALÍ, Jordi; LÓPEZ-SALIDO, J. David, y VALLÉS, Javier (2003), «Technology shocks and monetary policy: Assessing the Fed's performance», <i>Journal of Monetary Economics</i>, vol. 50, número 4: 723-743.</p> <p>— (2004), «Rule of thumb consumers and the design of interest rate rules», <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, de próxima aparición (y en <i>NBER WP #10392</i>).</p> <p>GALÍ, Jordi; GERLACH, Stefan; ROTEMBERG, Julio; UHLIG, Harald, y WOODFORD, Michael (2003), <i>The Monetary Policy Strategy of the ECB</i></p>	<p><i>Reconsidered</i>, Monitoring the European Central Bank Series n.º 5 (CEPR, London).</p> <p>GALÍ, Jordi, y MONACELLI, Tommaso (2003), «Optimal monetary policy and exchange rate volatility in the small open economy», manuscrito inédito.</p> <p>GIANNONI, Marc P., y WOODFORD, Michael (2003), «Optimal inflation targeting rules», <i>NBER WP #9939</i>.</p> <p>GOODFRIEND, Marvin, y KING, Robert G. (1997), «The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy», <i>NBER Macroeconomics Annual</i>, 231-283.</p> <p>IRELAND, Peter N. (2000), «Interest rates, inflation, and Federal Reserve policy since 1980», <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, vol. 32, n.º 3: 417-434.</p> <p>KING, Robert G., y WOLMAN, Alexander L. (1996), «Inflation targeting in a St. Louis Model of the 21<sup>st</sup> Century», <i>Federal Reserve Bank of St. Louis Review</i>, vol. 78, n.º 3.</p> <p>LEVIN, Andrew; Volker WIELAND, y John C. WILLIAMS (1999), «Robustness of simple monetary policy rules under model uncertainty», en TAYLOR, J. B. (ed.), <i>Monetary Policy Rules</i>, University of Chicago Press.</p> <p>ROTEMBERG, Julio (1996), «Prices, output, and hours: An empirical analysis based on a sticky price model», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 37: 505-533.</p> <p>ROTEMBERG, Julio, y WOODFORD, Michael (1999), «Interest rate rules in an estimated sticky price model», en TAYLOR, J. B. (ed.), <i>Monetary Policy Rules</i>, University of Chicago Press.</p>	<p>RUDEBUSCH, Glenn D. y Lars E. O. SVENSSOM (1999), «Policy rules for inflation targeting», en Taylor, J. B. (ed.), <i>Monetary Policy Rules</i>, University of Chicago Press.</p> <p>SCHMITT-GROHÉ, Stephanie, y URIBE, Martin (2003), «Optimal simple and implementable monetary and fiscal rules», <i>NBER WP #10253</i>.</p> <p>STEINSSON, Jón (2003), «Optimal monetary policy in an economy with inflation persistence», <i>Journal of Monetary Economics</i>, vol. 50, n.º 7.</p> <p>TAYLOR, John B. (1993), «Discretion versus policy rules in practice», <i>Carnegie-Rochester Series on Public Policy</i>, 39: 195-214.</p> <p>— (1999a), <i>Monetary policy rules</i>, University of Chicago Press y NBER.</p> <p>— (1999b), «An historical analysis of monetary policy rules», en TAYLOR, J. B. (ed.), <i>Monetary Policy Rules</i>, University of Chicago Press.</p> <p>WALSH, Carl E. (2003), <i>Monetary Theory and Policy</i>, segunda edición, MIT Press.</p> <p>WOODFORD, Michael (1999), «Optimal monetary policy inertia», <i>NBER WP #7261</i>.</p> <p>— (2001), «The Taylor rule and optimal monetary policy», <i>American Economic Review</i>, vol. 91, n.º 2: 232-237.</p> <p>— (2003), <i>Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy</i>, Princeton University Press.</p> <p>YUN, Tack (1996), «Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles», <i>Journal of Monetary Economics</i>, 37: 345-370.</p>
--	---	---

# SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: PANORAMA Y EVIDENCIA PARA LAS REGIONES ESPAÑOLAS

Santiago CARBÓ VALVERDE (\*)

Universidad de Granada y FUNCAS

## Resumen

Este artículo ofrece un amplio panorama de las ya numerosas contribuciones teóricas y empíricas que estudian las relaciones entre sistema financiero y crecimiento económico. Esta literatura concede un papel crecientemente significativo al fenómeno financiero a la hora de explicar las fuentes del crecimiento económico. La mayor parte de las aproximaciones empíricas previas son comparaciones internacionales de tipo *cross-country*, con lo que sus resultados pueden estar sujetos a problemas de heterogeneidad inobservable entre países debido a las distintas estructuras institucionales y legales de éstos. El trabajo se cierra con unas lecciones para el caso español, sobre el que se ofrecen algunos resultados preliminares de la relación entre variables financieras y crecimiento económico para las comunidades autónomas, que es una comparación territorial más homogénea que la que ofrecen los estudios *cross-country*.

*Palabras clave:* intermediación financiera, crecimiento económico, regiones españolas.

## Abstract

This article offers an extensive overview of the numerous theoretical and empirical contributions which study the relationship between the financial system and economic growth. This literature attaches a significant and growing importance to financial phenomenon when explaining the sources of economic growth. The majority of prior empirical approaches consisted of international cross-country comparisons, leaving the door open to problems of unobservable heterogeneity between countries due to different institutional and legal structures. This essay concludes with several lessons for the case of Spain, on which preliminary results of the relationship between financial variables and economic growth are furnished for the different autonomous regions, offering a more homogeneous territorial comparison than that provided by cross-country studies.

*Key words:* financial intermediation, economic growth, regions of Spain.

*JEL classification:* G21, R11.

## I. INTRODUCCIÓN

EL estudio de las fuentes del crecimiento económico y los factores de convergencia ha atraído un notable interés en las últimas décadas. La expansión de esa literatura se ha debido, en gran medida, a las continuas revisiones que se han producido en los principales modelos teóricos, la mejora en los bancos de datos, así como a los avances en las técnicas econométricas que han permitido solventar algunas de las limitaciones —relaciones dinámicas, heterogeneidad inobservable— habitualmente asociadas a las aproximaciones empíricas.

La diversidad de modelos de crecimiento económico propuestos ha llevado aparejada una gran variedad de enfoques en los trabajos empíricos. De forma algo simplificada, el ámbito de estos estudios ha recogido dos grandes tipos de aportaciones:

- 1) análisis globales de los principales factores determinantes del crecimiento y la convergencia;
- 2) análisis parciales, en los que se ha profundizado en la contribución específica de un determina-

do factor, bien por constituir una posible influencia nueva o por considerarla particularmente relevante en un período determinado.

Es en el segundo de los ámbitos (el específico) donde se enmarca el estudio de las relaciones entre crecimiento económico y sistema financiero. En cualquier caso, específicos o globales, todos los estudios empíricos tratan de identificar y controlar la influencia de variables fundamentales, consideradas en los principales modelos teóricos como los pilares del crecimiento económico. No obstante, como señala Sala-i-Martin (2002), la evidencia empírica ha mostrado que sólo algunas de estas variables resultan habitualmente significativas en los contrastes empíricos. Así, en la vasta literatura de análisis *cross-country* se ha analizado, en numerosas ocasiones, la contribución de factores tales como el nivel inicial de renta, el capital humano, la inversión en I+D, la inflación, el déficit fiscal, el grado de apertura de la economía, las condiciones legales y sociales o las variables financieras, destacando Sala-i-Martin (2002) cinco conclusiones al respecto:

1. No existe una explicación simple y unívoca del crecimiento económico.

2. El nivel inicial de renta suele ser la variable más robusta y significativa.

3. El «tamaño» del gobierno no parece importar mucho, pero sí cuenta, en cambio, la «calidad» del sistema legal y del gobierno (control de la inflación, infraestructuras, eficiencia de la Administración, ausencia de corrupción).

4. El papel de las variables de capital humano no es siempre significativo.

5. Las economías abiertas crecen más rápidamente.

En lo que respecta al papel de los aspectos financieros, el desarrollo experimentado recientemente por los mercados e instituciones bancarias en la mayor parte de las economías occidentales —destacando los procesos de liberalización e integración financieras— ha renovado el interés por analizar el nexo crecimiento-finanzas y el papel que la canalización del ahorro y la financiación de la economía real desempeñan en el crecimiento económico. Este interés se ha extendido a instituciones tales como el Banco Mundial (Claessens y Glaessner, 1997), el Fondo Monetario Internacional (Lindgren *et al.*, 2000) o la OCDE (Leahy *et al.*, 2001), destacando la importancia que, a escala internacional, parece desempeñar el desarrollo y la propia estructura (orientada al mercado o a las instituciones) del sistema financiero para explicar las diferencias en las tasas de crecimiento económico (1).

En los principales estudios recientes, la visión schumpeteriana del sistema financiero, y en particular de la intermediación financiera, como elemento fundamental para el crecimiento económico es la dominante (King y Levine, 1993a y 1993b; Levine y Zervos, 1998; Rajan y Zingales, 1998; Cetorelli y Gambera, 2002, y Levine *et al.*, 2002). En cualquier caso, si bien las perspectivas de análisis son múltiples, la mayor parte de estas investigaciones tienen en común que parten de comparaciones internacionales para desarrollar sus análisis empíricos.

Este artículo revisa las conclusiones de los principales estudios teóricos y empíricos (en este último caso, basados fundamentalmente en comparaciones internacionales), y ofrece una lectura para el caso español desde una perspectiva novedosa, la regional, que presenta algunas ventajas significativas respecto a los análisis *cross-country*. En primer lugar, la heterogeneidad inobservable entre países resulta sig-

nificativamente mayor que entre regiones y, por tanto, la dificultad de aislar la contribución del sector financiero es mayor en el primer caso. Por otro lado, la escasa disponibilidad de información financiera homogénea a escala internacional obliga a emplear variables generales, tales como el peso del crédito en la economía o índices sintéticos de desarrollo financiero expresados como variables ficticias, para aproximar la contribución del sistema financiero. Por último, las relaciones entre el sistema financiero —en particular, el sector bancario— y la economía real son más susceptibles de manifestarse en una perspectiva regional que en una nacional, considerando que el mercado relevante donde tiene lugar la interacción de las empresas y las economías internas con los intermediarios financieros es, en muchos casos, de una dimensión inferior a la nacional.

Este estudio se estructura en cuatro apartados más, además de esta introducción. El apartado II repasa las principales aportaciones teóricas de las relaciones entre el sistema financiero y el crecimiento económico; el III, por su parte, ofrece un panorama de la evidencia empírica previa existente, fundamentalmente proveniente de los citados estudios *cross-country*; el IV ofrece la lectura de estas relaciones para el caso español, sobre el que se realiza un análisis de la relevancia del sector bancario en el crecimiento regional. El estudio se cierra, en el apartado V, con un resumen de las principales conclusiones y aportaciones de esta investigación.

## II. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SISTEMA FINANCIERO: UNA SÍNTESIS DE LOS FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Una de las cuestiones fundamentales para analizar la contribución del sector bancario al crecimiento económico es delimitar los supuestos teóricos en los que se sustenta el análisis. La disyuntiva, en esta y otras áreas de estudio del crecimiento, es el empleo de modelos neoclásicos (Solow, 1956; Swan, 1956) frente a la alternativa de modelos de crecimiento endógeno (también denominados modelos *AK*).

Sala-i-Martin (2002) señala cómo las principales investigaciones han desarrollado modelos en los que la tasa de crecimiento de la producción en un período se expresa como una función de dos parámetros: la renta per cápita en el citado período y el estado estacionario del nivel de producción. Ambas variables vendrían multiplicadas por un parámetro que representaría la velocidad de convergencia. Si este parámetro es positivo, nos encontramos ante el

modelo de crecimiento neoclásico, mientras que si es nulo se entiende que la producción es lineal respecto al capital, tal y como se propone en los modelos AK de crecimiento endógeno.

Esta disyuntiva en la modelización del crecimiento se ha extendido a la modelización del nexo entre sistema financiero y crecimiento económico. Ya desde Schumpeter (1934) —quien señalaba cómo la intermediación financiera determinaba qué empresas obtendrían los recursos financieros de los ahorradores—, el papel de las entidades bancarias en el crecimiento ha estado latente. Este papel fue, asimismo, asumido en contribuciones pioneras como las de Goldsmith (1969), McKinnon (1973) y Shaw (1973) y en la aportación seminal de Gurley y Shaw (1967) a la teoría de la intermediación financiera donde, de forma indirecta, se señala cómo los intermediarios financieros reducen los costes de transacción en el proceso de canalización del ahorro a la inversión. Para estos autores, las diferencias en la cantidad y calidad de los servicios ofrecidos por las entidades financieras podrían explicar, en parte, por qué algunos países crecen más rápidamente que otros.

Estos conceptos han sido retomados de forma más explícita por la literatura del crecimiento económico en los últimos años. En el contexto neoclásico, una productividad marginal decreciente del capital implicaría un proceso dinámico por el cual se llegaría a un estado estacionario en que el *output* alcanzaría su equilibrio. En el equilibrio, el *output* total crecería al ritmo de la población, por lo que la renta per cápita permanecería constante. Si hay progreso técnico, la renta per cápita crecería a la tasa del progreso técnico. En los modelos de crecimiento endógeno, la productividad marginal del capital no tendería a cero a medida que crece el *stock* de capital, siendo posible que el *output* creciera de forma endógena. La contribución del sistema financiero en este contexto sería doble. Por un lado, el desarrollo de los mercados financieros mejoraría la eficiencia de la acumulación de capital (y su productividad). Por otro, la intermediación financiera elevaría la tasa de ahorro y, en definitiva, la inversión.

Pagano (1993) y Thiel (2001) ahondan en la naturaleza de las relaciones entre sistema financiero y crecimiento económico a partir de un modelo de crecimiento de tipo AK. Las contribuciones del sistema financiero al crecimiento, en el contexto de los modelos de crecimiento endógeno, dependen de su efecto sobre la depreciación del capital, la productividad del capital y la tasa de ahorro.

a) En primer lugar, un sistema financiero eficiente reduciría la pérdida de recursos financieros en el mecanismo de canalización de ahorro hacia la inversión en capital, pues la depreciación podría interpretarse como los costes de canalizar los fondos, sea a través del mercado o de las entidades financieras.

b) Un segundo efecto del desarrollo financiero se produce sobre la tasa de ahorro, si bien es ambiguo. En principio, un sistema financiero más eficiente podría mejorar la relación temporal de rentabilidad-riesgo de las inversiones financieras de las familias y empresas. Sin embargo, esta mejora podría suponer una reducción de la tasa de ahorro, puesto que el mismo consumo futuro podría realizarse, merced a la mayor rentabilidad de los activos, con un mayor consumo presente y, en definitiva, con una menor tasa de ahorro presente.

c) La mayor contribución del sistema financiero podría darse a través de su influencia sobre la productividad del capital. Según Thiel, esta contribución respondería a tres relaciones. La primera de ellas se refiere a la selección de los proyectos de inversión: cuanto más eficientes sean la evaluación y el seguimiento de estos proyectos, mayor será su productividad, y por lo tanto la rentabilidad de los recursos (financieros y reales) en ellos invertidos. La segunda de las vías por las que el sistema financiero aumenta la productividad del capital es la función que desempeña de provisión de liquidez (2), que crea incentivos para invertir un porcentaje más elevado de ahorro en proyectos a largo plazo, dado que éstos se perciben como más rentables. La tercera vía de influencia se atribuye a las posibilidades de diversificación de cartera que ofrece el sistema financiero, permitiendo a los agentes individuales acometer proyectos más arriesgados y especializados.

Las premisas de los modelos de crecimiento endógeno, y en particular las que se refieren a los efectos del desarrollo financiero sobre la productividad del capital, han propiciado algunas contribuciones que han arrojado luz sobre el nexo finanzas-crecimiento, subrayando distintos aspectos de la financiación de los inversores que tienen un sabor schumpeteriano, al vincularlos al proceso de adopción de la innovación. Así, por ejemplo, Greenwood y Jovanovic (1990) y Bencivenga y Smith (1991) parten de los supuestos del tipo Goldsmith-McKinnon-Shaw para desarrollar modelos en los que tanto la tasa de crecimiento como la intermediación financiera son endógenos. En particular, Greenwood y Jovanovic (1990) subrayan una doble dirección en las relaciones entre crecimiento económico y desarrollo finan-

ciero. Por un lado, un mayor crecimiento económico favorece la consolidación de un sistema financiero, mientras que, por otro, el desarrollo financiero permite un crecimiento más acelerado, puesto que las decisiones de inversión se tornan más eficientes. En cuanto a Bencivenga y Smith (1991), su modelo muestra que los intermediarios analizan la información sobre inversores potenciales para seleccionar las mejores inversiones (*screening, monitoring*), permitiendo que los proyectos sean más eficientes, incrementando la productividad y estimulando, así, el crecimiento. En estos modelos resulta de interés comprobar que, incluso si el ahorro se reduce como consecuencia del desarrollo financiero, el crecimiento económico puede mantenerse por el efecto positivo sobre la inversión y la eficiencia.

King y Levine (1993b) construyen, asimismo, un modelo de crecimiento endógeno en el que los intermediarios evalúan a los *entrepreneurs* (3), reduciendo el riesgo agregado y mejorando la eficiencia, y favoreciendo así una adecuada canalización del ahorro. En contraste con algunos planteamientos previos, para estos autores el papel de las entidades financieras no ha de manifestarse, necesariamente, por la vía de la mayor acumulación de capital físico. La contribución, más bien, se expresaría a través de las funciones de evaluación, gestión y financiación de la actividad de los emprendedores, que propiciarían un incremento de la productividad. En este modelo, los cambios en los márgenes con los que actúan las entidades financieras afectan a la tasa de crecimiento real del *output* en la economía y son interpretados como un incremento en los costes de la innovación. Dado que los márgenes financieros representan un coste para las empresas, un encarecimiento de la financiación y/o la evaluación de los proyectos innovadores de éstas implica una menor tasa de rentabilidad empresarial, para cualquier tasa de crecimiento económico de equilibrio dada. Alternativamente, King y Levine (1993b) analizan el impacto positivo sobre el crecimiento que tendría un incremento de la eficiencia y de la innovación de los propios intermediarios financieros, ya que contribuiría a reducir el coste de la evaluación de proyectos y sus costes de financiación, aumentando la tasa de rentabilidad de las empresas para cualquier tasa de crecimiento de equilibrio.

En términos similares, Galetovic (1996) construye un modelo en el que se trata de mostrar cómo, a medida que las empresas se especializan, los intermediarios financieros emergen de forma endógena y se convierten en una condición necesaria para el crecimiento y su mantenimiento a largo plazo. Sin embargo, el papel de los intermediarios en

el crecimiento no es, en absoluto, pasivo, puesto que el crecimiento económico sostenido no puede darse sin las funciones de evaluación y gestión de los proyectos empresariales propias de los intermediarios financieros. De este modo, los intermediarios se convertirían en un elemento necesario para la aceleración del crecimiento económico, y la innovación financiera proporcionaría tasas más elevadas de crecimiento (4). De la Fuente y Marín (1996) elaboran un modelo en el que el desarrollo endógeno de los intermediarios permite evitar la duplicación de funciones de evaluación y control del riesgo, y establecer contratos con los emprendedores, puesto que tienen incentivos para desarrollar esas funciones. El nivel óptimo de evaluación depende de los precios de los factores de producción y se incrementa con la acumulación de capital. Asimismo, las mejoras en las funciones de evaluación permiten a los intermediarios financieros ofrecer mejores contratos en términos de riesgo a las empresas y alcanzar un mayor nivel de innovación productiva.

El elemento común en estos modelos es que el papel de los intermediarios en el crecimiento económico se canaliza, fundamentalmente, a través del aumento de la productividad del capital. En paralelo, en algunos de ellos se ha señalado que el crecimiento económico puede contribuir al desarrollo de los intermediarios, los mercados y de las innovaciones financieras. Esta dualidad es analizada de forma específica por Odedokun (1996) y Wang (1999), quienes proponen un modelo bisectorial con objeto de contrastar los efectos cruzados en las relaciones finanzas-crecimiento. La primera versión de este modelo presupone que es el sistema financiero el que influye positivamente sobre el crecimiento económico (*financial-leading*). De forma similar, este modelo se reformula de modo que es el sector real el que induce un mayor desarrollo financiero (*real-fostering*). El modelo de Odedokun y Wang permite situar el debate en torno a las relaciones de causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Así, por un lado, el crecimiento económico propiciaría un mayor desarrollo financiero —en particular, de los intermediarios financieros—, si bien este último propiciaría una mayor velocidad de crecimiento de la economía. Sin embargo, en modelos como los de Pagano (1993), King y Levine (1993a), Benci y Wang (1997), o Thiel (2001), son los intermediarios financieros quienes propician un mayor desarrollo económico.

Cuando los modelos teóricos proponen hipótesis alternativas sobre la naturaleza de las relaciones económicas o la dirección de causalidad entre las varia-

bles, corresponde a los contrastes empíricos la discusión de las propiedades de cada una de las alternativas. Sin embargo, dada la naturaleza dinámica del crecimiento y del desarrollo financiero, el contraste empírico ha de considerar que es el horizonte temporal considerado lo que puede explicar, en gran medida, las relaciones de causalidad entre finanzas y crecimiento. En este sentido, en los modelos en los que se presupone que es el crecimiento económico el que favorece el desarrollo financiero, el primero se considera como un elemento inicial necesario para el desarrollo del segundo, si bien, en el largo plazo, la consolidación del sector financiero, o de sus innovaciones, permite mejorar la eficiencia y la productividad del capital. Este segundo papel es precisamente el que se enfatiza en los modelos en los que el sistema financiero aparece como motor del desarrollo económico, con una perspectiva más a corto plazo, partiendo de un sector financiero, o de un conjunto de innovaciones financieras, consolidado.

El esquema 1 sintetiza los dos nexos entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. En primer lugar, ese vínculo se manifiesta a través de una contribución directa del sistema financiero que, en el caso de los intermediarios, se ha identificado por tres vías:

1) Su efecto sobre la productividad y la eficiencia en la acumulación de capital. Estas mejoras se pro-

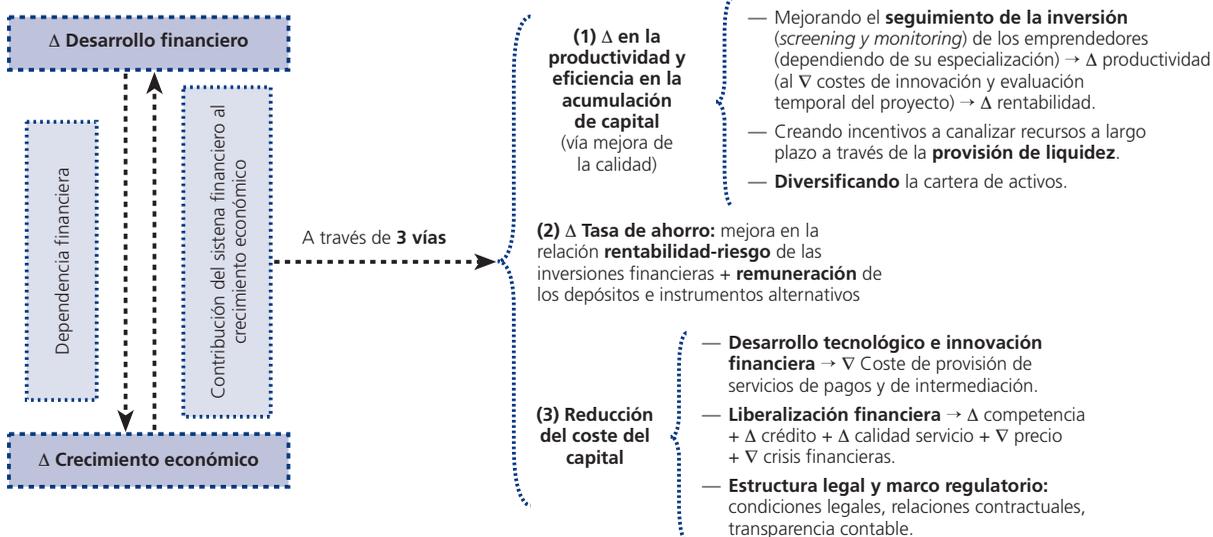
ducirían, por un lado, a través de una mejor calidad y rendimiento de la inversión con las funciones de *screening* y *monitoring* comentadas. Por otro lado, la provisión de mecanismos de pago y de liquidez aumentaría los incentivos para canalizar recursos a largo plazo de forma más eficiente. Asimismo, los intermediarios pueden invertir en proyectos con muy distinta correlación en términos de rentabilidad y riesgo, lo que mejora la diversificación agregada del riesgo de las carteras de inversión.

2) La segunda vía es el ahorro. En este sentido, los efectos son más ambiguos, puesto que si el desarrollo financiero de los intermediarios se manifiesta en innovaciones en producto que diversifiquen las opciones de inversión, los efectos pueden ser tanto positivos (mayores opciones en términos de rentabilidad-riesgo para los ahorradores) como negativos (ampliación de los mecanismos para el endeudamiento).

3) Finalmente, debe señalarse la reducción de los costes de capital. Por un lado, mediante innovaciones financieras y desarrollo tecnológico en la intermediación bancaria que mejoren la eficiencia en los servicios de pago y distribución y, en general, reduzcan los costes de la intermediación. Asimismo, los procesos de liberalización financiera juegan un papel determinante en lo que suponen de estímulo de la competencia y del propio desarrollo de los intermediarios y los mercados financieros, reduciendo

ESQUEMA 1

**EL NEXO ENTRE DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**



costes y ampliando sus posibilidades de inversión y financiación. La estructura legal y regulatoria, en sentido amplio, debe ser asimismo considerada, como sugieren la mayor parte de las aproximaciones empíricas, puesto que determina el signo y la intensidad con la que opera la competencia y pueden manifestarse los efectos del desarrollo financiero sobre el crecimiento.

En segundo lugar, el vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento económico se manifestaría, desde el punto de vista de la intermediación financiera, en la medida en que las empresas y familias expresaran una mayor importancia y necesidad del crédito bancario entre sus fuentes de financiación. La dependencia financiera se hallaría, pues, íntimamente relacionada con las funciones que realizan los intermediarios, puesto que cuanto más eficientes sean éstos en la gestión y la evaluación de proyectos, mayor será el volumen agregado de crédito, y menor su riesgo, para las empresas y familias dependientes del mismo.

### III. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SISTEMA FINANCIERO: EVIDENCIA EMPÍRICA PREVIA

Partiendo de los supuestos teóricos comentados, se han desarrollado numerosas aproximaciones recientes de carácter empírico al problema que consideramos, la mayor parte de ellas desde una perspectiva de comparación internacional. En este contexto, conviene distinguir dos enfoques en el análisis: 1) aquellos estudios que relacionan el desarrollo del sistema financiero con el crecimiento económico, y 2) los que estudian la *dependencia financiera* de la economía, en particular, la intensa relación de los agentes privados con la financiación bancaria para acometer sus proyectos de inversión cuando son escasas las alternativas en los mercados de valores respecto a los intermediarios financieros.

Con objeto de ofrecer una referencia temporal de estos estudios y su vínculo con las aportaciones teóricas anteriormente señaladas, en el anexo de esta investigación se ofrece un resumen de las principales aportaciones.

#### 1. Desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico

En los análisis comparativos a escala internacional se ha encontrado evidencia de causalidad entre el desarrollo de la intermediación financiera y el creci-

miento económico, en consonancia con las supuestas de Goldsmith-McKinnon-Shaw. Sin embargo, no existe un consenso respecto a la dirección de esta causalidad ni a la naturaleza temporal de estas relaciones. Las aportaciones más recientes, como las de King y Levine (1993b), a partir de un análisis de 80 países entre 1960 y 1989, muestran cómo aquellas economías con un sistema crediticio más desarrollado han experimentado un crecimiento económico más acelerado. En este sentido, destaca la relevancia tanto de los efectos contemporáneos como de las expectativas de crecimiento futuro en esta relación y cómo las perturbaciones en el crecimiento o las innovaciones en un sector industrial podrían, asimismo, causar distorsiones en las tasas de desarrollo financiero de los intermediarios. Paralelamente, estos autores sugieren que las reformas regulatorias, sobre todo las liberalizadoras, presentan una incidencia directa y positiva en el desarrollo financiero y propician una más eficiente canalización del crédito bancario hacia las inversiones productivas.

Desde una perspectiva a largo plazo, Rousseau y Wachtel (1998) analizan el impacto del desarrollo de la intermediación financiera sobre el crecimiento en cinco países industrializados desde 1870 a 1929, con objeto de estudiar la evidencia de causalidad entre sistema financiero y crecimiento en los primeros estadios del desarrollo industrial. Estos autores encuentran que el desarrollo financiero genera un mayor crecimiento económico a largo plazo, mientras que los efectos de retroalimentación (causalidad en sentido inverso) no parecen ser significativos.

La metodología empleada para controlar los efectos individuales inobservables en cada país se ha convertido en un elemento central de los trabajos empíricos. Los estudios *cross-country* recientes se han centrado, de forma específica, en intentar controlar algunos de los componentes exógenos del desarrollo financiero, tales como la estructura del sistema legal. Levine (1999) muestra que el grado de desarrollo y la calidad de la intermediación financiera es mayor en aquellos países que cuentan con un adecuado sistema de protección legal de las relaciones contractuales crediticias y mayor transparencia contable de las empresas. De forma similar, Levine *et al.* (2002) señalan que el componente exógeno del desarrollo de los intermediarios financieros, aproximado por el conjunto de normas de control, transparencia, seguridad, etc., puede condicionar significativamente el vínculo entre intermediación financiera y crecimiento económico. En este sentido, los países con un sistema legal más desarrollado permiten un mejor desenvolvimiento de las entidades bancarias.

El papel del desarrollo financiero no se ha abordado únicamente desde el punto de vista de la intermediación financiera. El desarrollo de los mercados financieros en el crecimiento económico ha sido, asimismo, objeto de numerosos estudios en los últimos años, lo que ha permitido deslindar su papel en el crecimiento económico del desempeñado por los intermediarios (5). El resultado general es que existe una relación positiva entre la eficiencia y el desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico, si bien esta influencia está más relacionada con los servicios que ofrecen los mercados de valores que con los efectos de tamaño y liquidez (6).

## 2. La dependencia financiera y el crecimiento económico

La dependencia financiera está relacionada, en parte, con la propia estructura del sistema financiero, puesto que se refiere al fuerte vínculo que pueden mostrar los hogares y empresas respecto de la financiación bancaria para poder acometer sus proyectos de inversión. Rajan y Zingales (1998) subrayan la relevancia de la intermediación financiera, al reducir el coste de la financiación externa de las empresas más dependientes. De forma similar, Cetorelli y Gambera (2002) analizan la dependencia financiera incluyendo ciertas consideraciones competitivas. Los resultados obtenidos resultan algo paradójicos, puesto que una mayor concentración de mercado (medida según el índice de Herfindhal-Hirschman) puede resultar beneficiosa para los sectores industriales más dependientes del crédito bancario, facilitando el acceso al crédito para las nuevas empresas que entran en el mercado. En esta misma línea Demirgüç-Kunt *et al.* (2004) muestran cómo la estructura de mercado puede ampliar o disminuir de forma significativa los efectos de la intermediación financiera en el crecimiento económico. En uno de los pocos estudios donde se ha analizado el impacto de la competencia bancaria a escala regional, Carbó *et al.* (2003) muestran que no existe una relación de causalidad definida entre crecimiento económico y competencia en la intermediación bancaria, medida a partir de diversos índices de concentración y de precios.

Las diferencias observadas en los ritmos de crecimiento han renovado el interés por el estudio de la estructura del sistema financiero y sus implicaciones en la financiación de la actividad real. Así, Levine (2002b) caracteriza la estructura financiera de 48 países en el período 1980-1995 con objeto de determinar si el recurso a los mercados o la dependencia financiera generan ventajas en el crecien-

to económico. Los resultados indican que no existen ventajas derivadas de la configuración del sistema financiero, puesto que la evidencia de efectos positivos del desarrollo financiero en la actividad económica se da tanto en los sistemas basados en los mercados como en los basados en los intermediarios. La relevancia del contexto legal y de la configuración de los intermediarios —estructura de propiedad, competencia, etc.— ha sido, asimismo, subrayada en otras contribuciones recientes en las que, principalmente, se han destacado los efectos positivos de los procesos de liberalización sobre la eficiencia de los intermediarios y sobre su contribución a la economía real (Arestis y Demitriades, 1997; Jayaratne y Strahan, 1996; La Porta *et al.*, 1998 y 2002).

Demirgüç-Kuntz y Maksimovic (2002) profundizan en el análisis de la relevancia de la estructura del sistema financiero en el crecimiento económico, a partir de datos microeconómicos para un conjunto de 40 países entre 1989 y 1996. Sus resultados ofrecen una importante precisión de carácter temporal, puesto que la contribución de la financiación bancaria al crecimiento parece darse, en mayor medida, en el corto plazo, mientras que la actividad financiera en los mercados presenta sus efectos positivos en un horizonte a largo plazo.

En definitiva, dos grandes conclusiones parecen surgir de esta revisión. La primera de ellas es que los países con un sistema financiero más y mejor desarrollado presentan un mayor crecimiento económico. En particular, tanto el desarrollo de los intermediarios como el de los mercados presenta efectos positivos sobre el crecimiento. La segunda conclusión se refiere a la importancia que presenta, dentro del nexo banca-finanzas, el papel que los intermediarios pueden jugar para solventar los problemas de las empresas con mayores restricciones para el acceso a la financiación.

## IV. EVIDENCIA REGIONAL PARA ESPAÑA

### 1. Objetivos empíricos: la relevancia del análisis regional

La mayor parte de los estudios de comparación internacional han aproximado la contribución del sistema financiero mediante variables agregadas como el peso del crédito bancario sobre el PIB, el volumen agregado de crédito o los activos financieros del sector bancario en relación con los activos financieros totales. Asimismo, estos estudios han incorporado variables para controlar el efecto de todo el resto de

factores que la teoría y la evidencia empírica disponible consideran relevantes para el análisis del crecimiento económico (capital físico y humano, estructura industrial, apertura de la economía, estructura legal,...).

En este artículo, se consideran las economías regionales, lo que, a nuestro juicio, presenta ciertas ventajas para el análisis. Por un lado, en la dimensión regional dentro de un mismo país resulta más sencillo controlar la heterogeneidad inobservable, a la vez que resulta plausible que el diferente grado de desarrollo financiero en las regiones españolas se refleje, teniendo información disponible dentro de un mismo país, en el crecimiento económico de dichas regiones. Por otro lado, los efectos del componente exógeno del desarrollo financiero, como la calidad del sistema legal o las iniciativas liberalizadoras, resultan más homogéneos y controlables en la dimensión regional.

Asimismo, la perspectiva regional resulta de gran relevancia dentro de lo que se ha venido a denominar «geografía bancaria», como delimitación de los mercados donde actúan las entidades bancarias y de las relaciones de éstas con el territorio. No sólo la habilidad de los intermediarios financieros para crear relaciones de tipo económico es importante en este contexto, sino también su impacto social dentro de un determinado espacio regional (Martin, 1999: 3-28). En un país como España, donde existen entidades, como las cajas de ahorros, que presentan una marcada vinculación territorial en términos de negocio y de inversión, la incidencia de la geografía bancaria resulta determinante. En particular, las relaciones contractuales con los agentes privados regionales mejoran las propiedades informativas y, por lo tanto, la evaluación y gestión de la financiación al sector privado, y con ello, la productividad del capital (Degryse y Ongena, 2004). Sin embargo, la perspectiva de la geografía bancaria ha puesto asimismo de manifiesto la relevancia de este tipo de intermediarios financieros en la determinación de otro tipo de geografía, la de la exclusión financiera. Agentes privados regionales o locales, como hogares y PYME, presentan una elevada dependencia de la financiación bancaria, y sin embargo estarían excluidos de los servicios financieros de no existir intermediarios especializados como las cajas de ahorros u otras entidades con vínculos territoriales significativos (Leyshon y Thrift, 1995; Fuller, 1998, y Berger *et al.*, 2004). En este sentido, como señalan Pratt *et al.* (1996) para el Reino Unido, los grupos sociales excluidos financieramente suelen localizarse con un marcado sesgo regional.

Partiendo de la relevancia del análisis regional, el objetivo empírico fundamental de este artículo es tratar de cuantificar la contribución que el sector bancario, y en particular las innovaciones financieras en éste, tanto en producto como en proceso, tienen sobre el crecimiento económico regional. El análisis se refiere a las regiones españolas durante el período 1986-2001, en el que tienen lugar tanto cambios en el ciclo económico como la consolidación progresiva de la liberalización y la innovación financieras en España. En este contexto, entenderemos que el desarrollo de la intermediación financiera vendrá dado por la expansión de la actividad típica de los intermediarios bancarios (crédito), así como por el conjunto de innovaciones productivas y en proceso cuyo desarrollo principal tiene lugar en la segunda mitad del período analizado (1993-2001).

## 2. Datos y metodología

El análisis cuenta con observaciones anuales para 17 regiones españolas, identificadas con la división administrativa por comunidades autónomas. De este modo, el total de datos del panel de regiones es de 272. El conjunto de variables empleadas para el análisis puede dividirse en tres grandes grupos:

a) Las variables dependientes que consideran tanto el crecimiento regional como algunos de sus principales componentes directamente relacionados con la actividad financiera:

— Producto interior bruto en términos reales, según los datos del Instituto Nacional de Estadística.

— Formación bruta de capital fijo en términos reales, según los datos proporcionados por el Ivie.

Junto a estas dos variables, se introduce paralelamente, como variable dependiente, el ahorro bruto en términos reales (según los datos proporcionados por el Ivie), tratando de aproximar la contribución de uno de los principales canales que inciden tanto sobre la tasa de crecimiento de la economía como sobre la de la inversión.

b) Las variables explicativas referidas a un conjunto amplio de determinantes generales del crecimiento económico, en especial a su nivel de capitalización en distintos ámbitos y su estructura productiva y social:

— *Stock* de capital de la región (7), obtenido a partir de los datos proporcionados por el Ivie.

— Nivel de escolarización, definido como la población con educación superior y secundaria en relación con la analfabeta y primaria, como *proxy* del capital humano. Esta variable se obtiene, asimismo, a partir de los datos proporcionados por el Ivie.

— Peso del sector industrial en la economía, medido como el porcentaje en el PIB de la industria y la construcción, según los datos del Instituto Nacional de Estadística.

— Porcentaje de población urbana, definido como la población en municipios de 10.000 o más habitantes en relación con el total, según los datos del Instituto Nacional de Estadística.

— Tasa de envejecimiento de la población, definida como el porcentaje de población de más de 65 años en relación con el total, según los datos del Instituto Nacional de Estadística.

— Nivel de inflación, a partir de los datos del IPC regional obtenidos del Instituto Nacional de Estadística.

c) En relación directa con los objetivos específicos de este estudio, se consideran un conjunto de variables explicativas de la contribución del sector bancario y de las innovaciones financieras. Las cuatro primeras de la lista, que aparece a continuación, se refieren a variables de actividad y estructura del sector bancario, y las cuatro últimas son las variables de innovación financiera:

— Crédito al sector privado en relación con el PIB, definido como la ratio del crédito bancario regional (Banco de España) en términos reales en relación con el producto interior bruto.

— Oficinas en relación con el negocio captado: donde el negocio captado se mide como la suma de créditos y depósitos bancarios a partir de los datos del Banco de España. Esta variable aproxima la infraestructura física necesaria por unidad de negocio, por lo que se entiende que se encuentra directamente relacionada con el coste de la intermediación.

— Número de suspensiones de pagos y quiebras, incluido como *proxy* de la calidad de la actividad y las condiciones financieras y obtenido a partir de los datos del Instituto Nacional de Estadística.

— Índice HHI de concentración bancaria en el mercado de depósitos, calculado regionalmente (8)

con los datos microeconómicos de los estados contables de las entidades de depósito españolas proporcionados por Asociación Española de Banca y Confederación Española de Cajas de Ahorros.

— Patrimonio de los fondos de inversión en relación con el PIB, incluido como *proxy* de las innovaciones en producto. Obtenido a partir de datos microeconómicos de fondos de inversión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

— Compromisos de crédito en relación con el crédito total (incluyendo compromisos), para aproximar las innovaciones productivas que permiten mejorar las funciones de *screening* y *monitoring* y las relaciones contractuales. A partir de datos microeconómicos de los estados contables de las entidades de depósito españolas proporcionados por Asociación Española de Banca y Confederación Española de Cajas de Ahorros.

— Cajeros automáticos en relación a las oficinas bancarias, como primera *proxy* de cambio tecnológico en los servicios de distribución a partir de datos microeconómicos de los anuarios de Asociación Española de Banca y Confederación Española de Cajas de Ahorros.

— Volumen de tarjetas de crédito emitidas, con objeto de recoger el desarrollo tecnológico de la actividad crediticia a partir de datos microeconómicos de los anuarios de la Asociación Española de Banca y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Tomando estas variables, la contribución de las innovaciones en el sistema bancario al crecimiento se mide a partir de una ecuación del tipo:

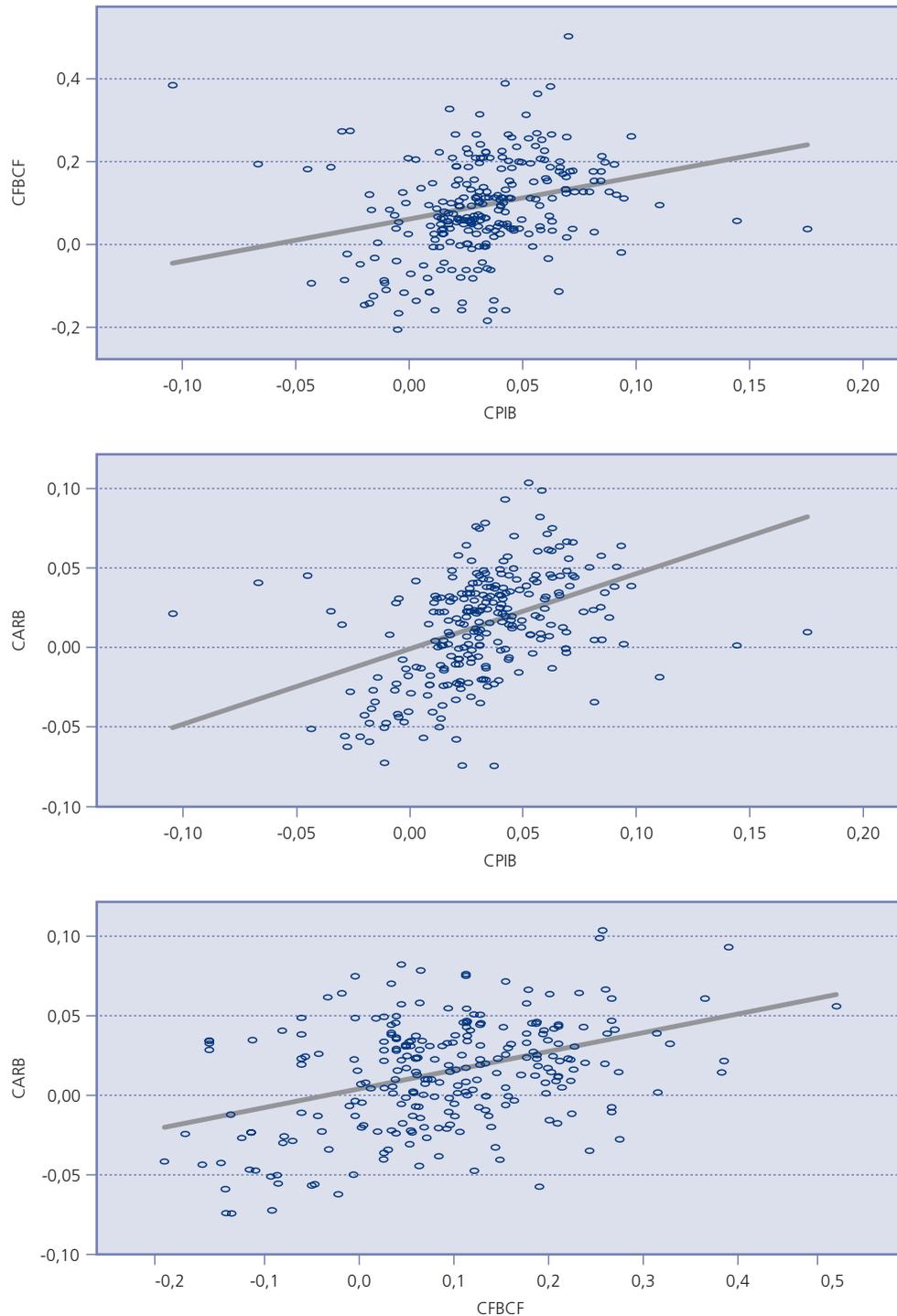
$$DEPEND_{i,t} = \alpha DEPEND_{i,t-1} + \beta^G X_{it}^G + \beta^B X_{it}^B + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

donde la variable dependiente (*DEPEND*) se corresponde, respectivamente con el PIB, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) o el Ahorro Bruto (ARB) a escala regional. Como cabe esperar, la correlación entre estas variables es positiva como muestra el gráfico 1, en una estimación minimocuadrática con datos de panel. En este sentido, resulta de interés analizar si existen diferencias en los efectos que las innovaciones financieras pueden tener sobre estas variables.  $X_{it}^G$  representa el conjunto de variables de determinantes generales del crecimiento y  $X_{it}^B$  las innovaciones financieras del sector bancario. Con objeto de analizar la contribución de estas innovaciones al crecimiento, se siguen dos etapas.

GRÁFICO 1

**RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO REGIONAL (CPIB),  
DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (FBCF) Y DEL AHORRO REGIONAL BRUTO (CARB)  
EN LAS REGIONES ESPAÑOLAS (1986-2001)**

Ajuste minimocuadrático con datos de panel. 272 observaciones



En la primera, se estima la ecuación para el período 1993-2001. En la segunda, se estima para el período 1993-2001 aunque manteniendo constante el valor de las innovaciones financieras como si se mantuviesen los valores del período 1986-1992. De este modo, comparando el valor estimado de la variable dependiente en la primera y en la segunda etapa, se puede obtener una estimación de la contribución de las innovaciones financieras al PIB, la FBCF y el ARB. Como vector de innovaciones ( $X_{it}^B$ ) se incluyen tanto innovaciones en producto («fondos de inversión/PIB» y «compromisos de crédito/crédito total») como en proceso («cajeros automáticos/oficinas» y volumen de tarjetas de crédito). Estas innovaciones se incluyen de forma conjunta y separada para analizar su efecto individual. En una estimación adicional, el «crédito al sector privado/PIB» se incluye como variable básica de financiación bancaria, junto con las innovaciones financieras, para analizar la contribución de su crecimiento durante el período 1993-2001.

La ecuación [1] se estimó mediante el método generalizado de los momentos (GMM) en una estimación simultánea de la misma en niveles y en diferencias, siguiendo la metodología de Arellano y Bond (1991).

## 2. Resultados: efecto estimado de las innovaciones bancarias sobre el crecimiento económico

Los resultados relativos a la contribución de las innovaciones financieras, en producto y proceso, sobre el PIB, la FBCF y el ARB para las regiones españolas se muestran en los gráficos 2, 3 y 4, respectivamente. Como puede observarse, la contribución de las innovaciones financieras resulta significativa en todos los casos, mostrando todas las variables dependientes analizadas un senda de crecimiento más elevada cuando éstas se incorporan. En el caso del PIB, la contribución parece ser más significativa a partir de 1995, momento a partir del cual algunas de estas innovaciones, como los fondos de inversión, experimentan un crecimiento muy intenso. Cabe destacar, asimismo, una contribución significativa de las innovaciones en el caso de la FBCF, mostrando cómo el desarrollo financiero en la actividad bancaria ha podido contribuir a la multiplicación de fuentes de financiación y al ahorro de costes en la intermediación, haciéndola más eficiente y favoreciendo la acumulación de capital. En el caso del ARB, la senda de crecimiento estimada es algo menos marcada, si bien los efectos de la diversificación de cartera con la innovación financiera parecen mostrar su contribución positiva al ahorro hacia el final del período.

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN ESTIMADA DEL PIB REGIONAL  
CON Y SIN INNOVACIONES FINANCIERAS

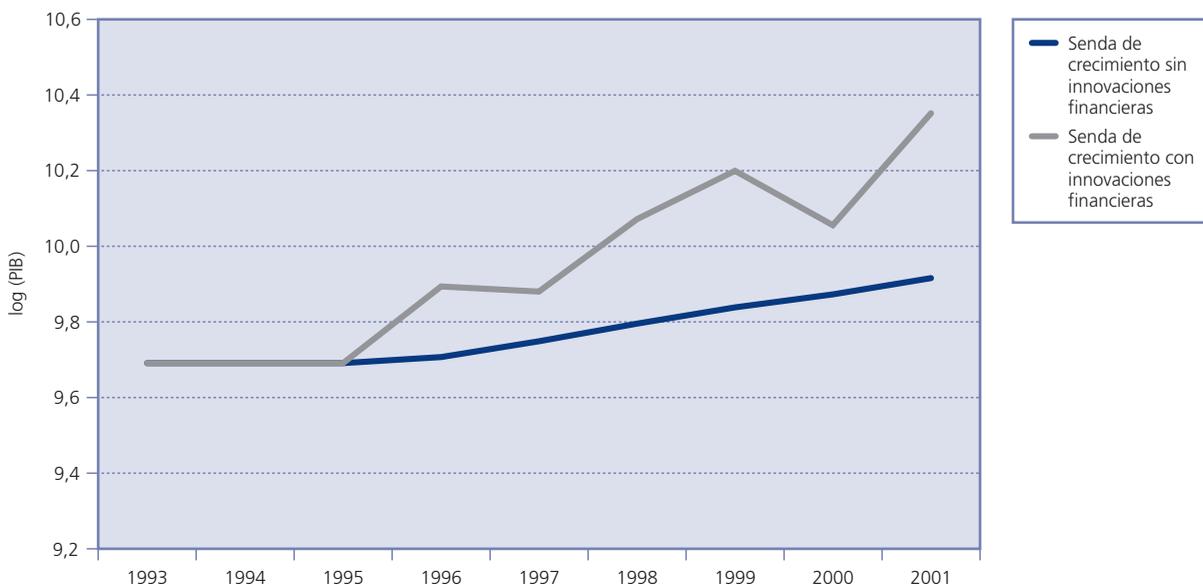


GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN ESTIMADA DE LA FBCF CON Y SIN  
INNOVACIONES FINANCIERAS

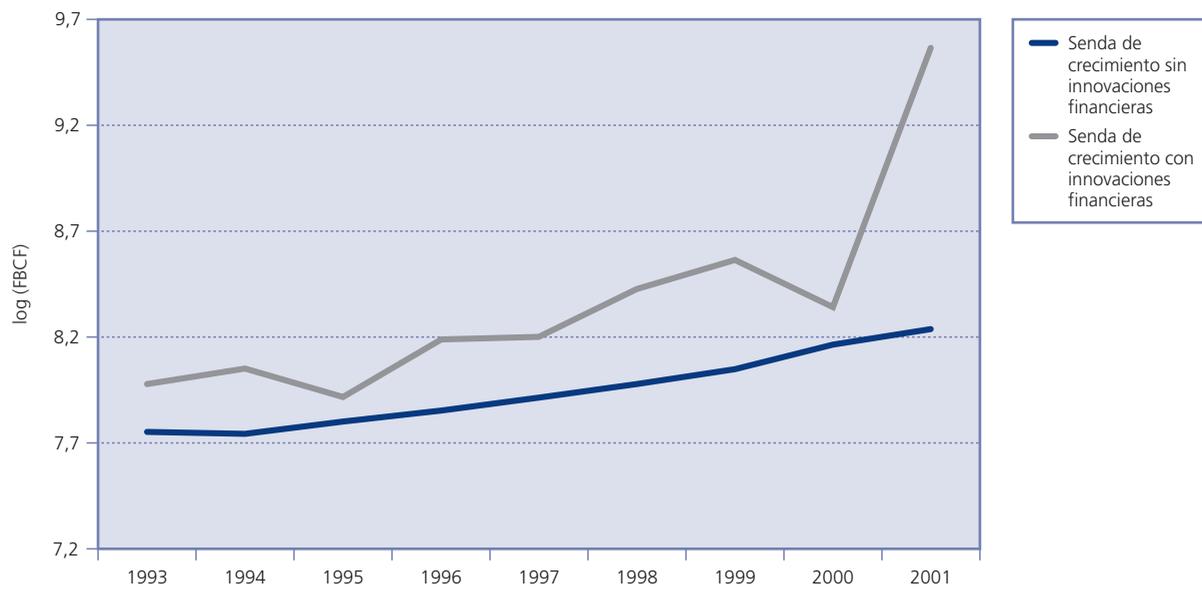
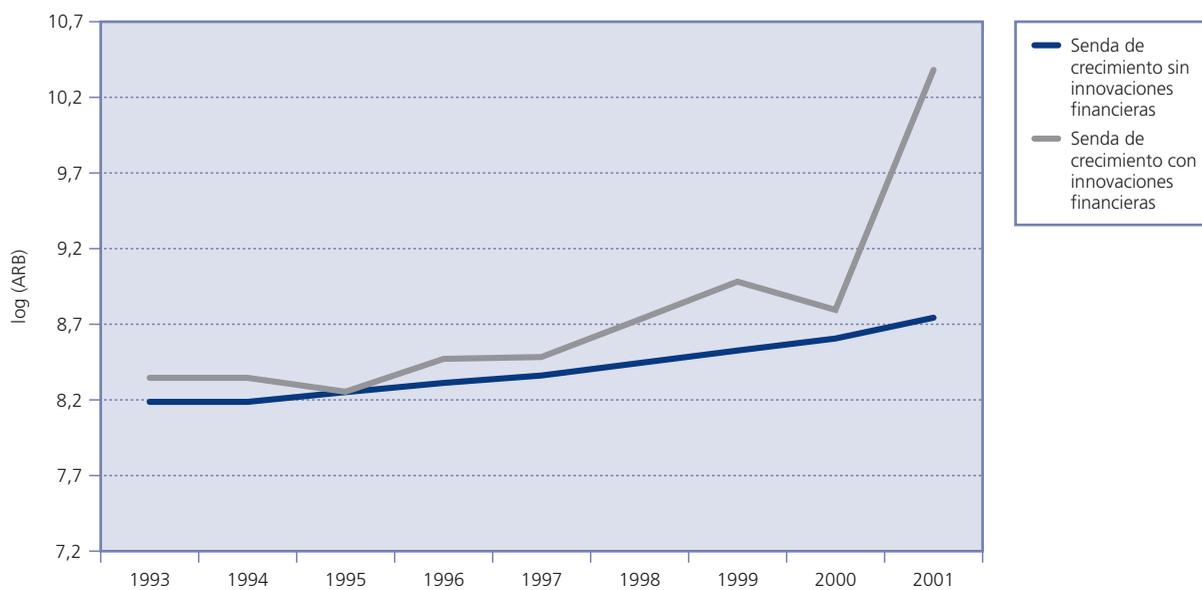


GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN ESTIMADA DEL AHORRO REGIONAL BRUTO (ARB) CON Y SIN  
INNOVACIONES FINANCIERAS



En cualquier caso, estas estimaciones son simulaciones de sendas de crecimiento, por lo que, además de ser interpretadas con cautela, requieren de alguna medida resumen que aproxime de forma más directa la contribución de las innovaciones. Asimismo, resulta conveniente distinguir los efectos de las innovaciones en producto y de las innovaciones en proceso. De este modo, en el gráfico 5 se muestra la contribución media a la tasa de crecimiento del PIB, la FBCF y el ARB de las distintas innovaciones financieras en el sector bancario. Los resultados que se ofrecen representan el porcentaje adicional de crecimiento medio anual que suponen estas innovaciones. En este sentido, el conjunto de innovaciones financieras (sin considerar el crédito) supone, de acuerdo con las estimaciones realizadas, un 0,18 por 100 de crecimiento adicional, del que un 0,16 por 100 resultaría atribuible a las innovaciones en producto y un 0,02 por 100 a las innovaciones en proceso. Asimismo, si a estas innovaciones uniéramos el crédito, como elemento básico de unión entre sector bancario y real, el crecimiento adicional se elevaría al 0,23 por 100.

En el caso de la FBCF, en consonancia con los supuestos teóricos, esta contribución es aún mayor, suponiendo un crecimiento adicional medio del 0,29 por 100, donde el 0,24 por 100 se debería a inno-

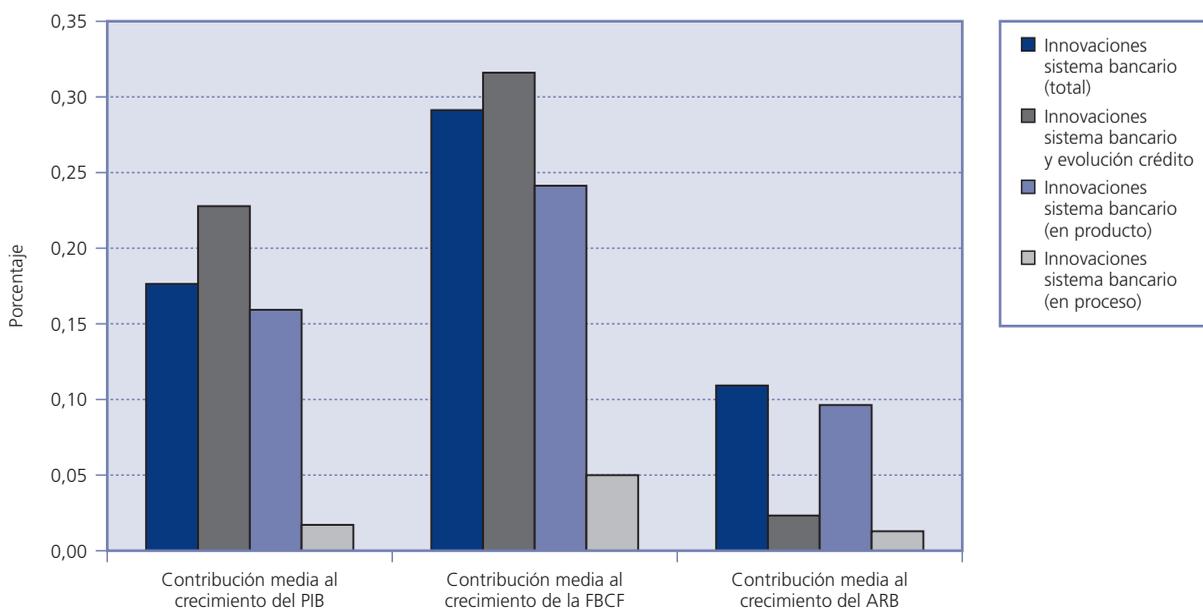
vaciones en producto y el 0,05 por 100 restante a innovaciones en proceso. Si se añadiera el efecto del crecimiento de la actividad crediticia, esta contribución se elevaría al 0,32 por 100.

Por último, en lo que respecta al ARB, se pone de manifiesto su ambigua relación con el desarrollo financiero. Por un lado, los efectos de la diversificación de cartera parecen ser beneficiosos, puesto que el conjunto de innovaciones financieras se estima que supone un 0,11 por 100 de crecimiento adicional del ahorro, siendo un 0,10 por 100 debido a innovaciones productivas y tan sólo un 0,01 por 100 a innovaciones en proceso. Sin embargo, si se añade el efecto del crecimiento del crédito, se pone de relieve su impacto negativo (mayor endeudamiento) sobre el ahorro, reduciendo la contribución total del sector bancario al 0,02 por 100.

## V. CONCLUSIONES

En este artículo se repasan las principales contribuciones sobre los vínculos entre el desarrollo del sistema financiero y bancario y el crecimiento económico, poniendo énfasis en la perspectiva regional. Asimismo, se realiza una aproximación empírica de la

GRÁFICO 5  
CONTRIBUCIÓN MEDIA DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS EN EL SECTOR BANCARIO AL CRECIMIENTO DEL PIB, DE LA FBCF Y DEL AHORRO BRUTO (ARB) EN LAS REGIONES ESPAÑOLAS (1993-2001)



contribución de las innovaciones financieras bancarias en las regiones españolas. De estos análisis se obtienen, con carácter general, seis grandes conclusiones y directrices para la investigación futura.

**1.** «Lo financiero» ocupa un papel cada vez más destacado en el análisis del crecimiento económico, lo que no resulta sorprendente si se tiene en cuenta el sustancial crecimiento de los flujos financieros en los últimos años, y la sofisticación y modernización alcanzada por los mercados y los intermediarios financieros. Así, el análisis del nexo finanzas-crecimiento se ha venido a sumar, con un cierto protagonismo, al conjunto de análisis parciales sobre las fuentes del crecimiento económico.

**2.** El control de factores exógenos se configura como un elemento determinante de los avances en esta materia. La estructura legal, institucional, e incluso cultural, de los territorios analizados determina, en gran medida, la validez de los resultados obtenidos y los propios mecanismos de conexión entre sistema financiero y economía real. En este sentido, los avances econométricos han permitido desarrollar técnicas adecuadas para atajar los dos grandes retos del análisis de los efectos del desarrollo financiero en el crecimiento económico: el control de la heterogeneidad inobservable y de los factores institucionales, y el carácter dinámico de los mecanismos de crecimiento.

**3.** La perspectiva regional resulta de especial interés en el estudio del impacto del sector financiero en el crecimiento económico. Tanto la definición del mercado relevante como el control de los factores exógenos resultan más adecuados en este contexto. Del mismo modo, la disponibilidad de información homogénea es mayor en la comparación entre las regiones que en el análisis *cross-country*.

**4.** Los resultados empíricos para el caso español permiten afirmar que las innovaciones financieras han desempeñado un papel significativo en el crecimiento económico para el período 1992-2001 y, entre ellas, han tenido una contribución más destacada las de producto que las de proceso, lo que parece indicar que el efecto más notable ha sido la disponibilidad de una mayor oferta de activos financieros.

**5.** En cualquier caso, cuando se considera el efecto del significativo crecimiento del crédito en el período señalado, se pone de manifiesto su trascendencia como elemento básico de la financiación del sector privado en las economías regionales, particularmente en países como España, donde los ho-

gares y las PYME son especialmente dependientes de esta financiación.

**6.** Son necesarias nuevas investigaciones en la perspectiva regional que se unan al cada vez más dilatado conjunto de análisis *cross-country*. En este sentido, la disponibilidad de datos resulta el elemento más problemático, si bien los avances recientes y el interés de las principales instituciones por el análisis regional pueden allanar este camino.

#### NOTAS

(\*) Deseo agradecer el apoyo recibido para la realización de este artículo de Francisco Rodríguez Fernández, así como los comentarios de Rafael López del Paso. En todo caso, los errores son responsabilidad exclusiva del autor.

(1) Véase GERTLER (1988) para una revisión de la importancia concedida en la literatura económica a lo largo del siglo XX al papel de los intermediarios y mercados financieros en el crecimiento.

(2) Este concepto de liquidez se entiende en sentido amplio, donde los depósitos bancarios desarrollan su función microeconómica de seguro respecto a la incertidumbre temporal en las decisiones de consumo.

(3) Actualizando, de este modo, la visión schumpeteriana del papel de la intermediación financiera en el desarrollo económico.

(4) Es importante señalar que, en el modelo propuesto por Galetovic, las funciones de evaluación y gestión llevadas a cabo por los intermediarios financieros se desarrollan en el corto plazo, y que estas actividades pueden ser tanto o más beneficiosas para el crecimiento que los vínculos entre crecimiento y finanzas a largo plazo. Es esta distinción la que puede explicar, al menos en parte, por qué el modelo de Galetovic, así como el de Greenwood y Jovanovic, no parecen haber encontrado respaldo empírico en la mayor parte de los estudios *cross-country*, con un planteamiento definido, generalmente, a largo plazo.

(5) Una síntesis de los principales trabajos en este sentido se encuentra en el anexo de esta investigación.

(6) A esta conclusión parece llegarse, asimismo, tras analizar las principales contribuciones en la revisión realizada por DEMIRGÜC-KUNTZ y LEVINE (2001).

(7) Esta variable es la suma de los *stocks* de capital privado y público.

(8) De este modo, este índice de concentración se obtiene como la suma al cuadrado de las cuotas de mercado de las entidades que actúan en una determinada región. Los depósitos de cada entidad en cada región se aproximan según la distribución regional de las oficinas de las entidades de depósito españolas. La muestra de entidades para este cómputo incluye la totalidad de las cajas de ahorros y todos los bancos privados, con la excepción de aquellos que cuentan con una única oficina en Madrid o Barcelona. Esta muestra es representativa, pues recoge el 90 por 100 de los activos de balance de las entidades de depósito españolas.

#### BIBLIOGRAFÍA

- AL-YOUSIF, Y. K. (2002), «Financial development and economic growth: another look at the evidence from developing countries», *Review of Financial Economics*, 1: 131-50.
- ARELLANO, M., y BOND, S. (1991), «Some tests of specification for panel data: Monte-Carlo evidence and an application to employment equation», *Review of Economic Studies*, 58: 277-287.

- ARESTIS, P., y DEMITRIADES, P. (1997), «Financial development and economic growth: assessing the evidence», *The Economic Journal*, 783-799.
- ATJE, R., y JOVANOVIC, B. (1993), «Stock markets and development», *European Economic Review*, 37: 632-640.
- BARRO, R., y SALA-I-MARTIN, X. (1998), *Economic Growth*, MIT Press, Estados Unidos.
- BECSI, Z., y WANG, P. (1997), «Financial development and growth», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, cuarto trimestre: 46-62.
- BECK, T., y LEVINE, R. (2004), «Stock markets, banks and growth: panel evidence», *Journal of Banking and Finance*, 28: 423-442.
- BECK, T.; LEVINE, R., y LOAYZA, N. (2000), «Finance and the sources of growth», *Journal of Financial Economics*, 58: 261-300.
- BENCIVENGA, V. R., y SMITH, B. D. (1991), «Financial intermediation and endogenous growth», *Review of Economic Studies*, 58: 195-209.
- BENHABIB, J., y SPIEGEL, M. M. (2000), «The role of financial development in growth and investment», *Journal of Economic Growth*, 5: 341-360.
- BERGER, A. N.; HASAN, I., y KLAPPER, L. (2004), «Further evidence on the link between finance and growth: An international analysis of community banking and economic performance», *Journal of Financial Services Research*, vol. 25: 169-202.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D., y RODRÍGUEZ, F. (2003), «Deregulation, bank competition and regional growth», *Regional Studies*, 37: 227-237.
- CARETTONI, A.; MANZOCCHI, S., y PADOAN, C. (2001), «The growth finance-nexus and European integration. A review of the literature», *WP 01-05 EFC*, Comisión Europea, Bruselas.
- CETORELLI, N., y GAMBERA, M. (2002), «Banking market structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data», *The Journal of Finance*, 56: 617-648.
- CLAESSENS, C., y GLAESSNER, T. (1997), *Are Financial Sector Weaknesses Undermining the East Asian Miracle?*, World Bank, Washington DC.
- DEGRYSE, H., y ONGENA, S. (2004), «Distance, lending relationships and competition», *Journal of Finance*, en prensa.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; LAEVEN, L., y LEVINE, R. (2004), «Regulations, market structure, institutions and the cost of financial intermediation», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36: 593-662.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y LEVINE, R. (2001), *Financial Structures and Economic Growth. A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development*. MIT Press, Cambridge, MA.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y MAKSIMOVIC, V. (2002), «Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data», *Journal of Financial Economics*, 65: 337-363.
- DE GREGORIO, J., y GUIDOTTI, P. E. (1995), «Financial development and economic growth», *World Development*, 23: 433-448.
- DE LA FUENTE, A. (1994), «Crecimiento y convergencia», en ESTEBAN, J. M., y VIVES, X. (eds.), *Crecimiento y convergencia regional en España y Europa*, Instituto de Análisis Económico, CSIC, Barcelona.
- DE LA FUENTE, A., y MARIN, J. M. (1996), «Innovation, bank monitoring, and endogenous financial development», *Journal of Monetary Economics*, 38: 269-301.
- DOLADO, J. J.; GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M., y ROLDÁN, J. M. (1994), «Convergencia entre las provincias españolas. Evidencia empírica», *Moneda y Crédito*, 198.
- DURLAUF, S. N. (2001), «Manifiesto for a growth econometrics», *Journal of Econometrics*, 100: 65-69.
- FULLER, D. (1998), «Credit union development: Financial inclusion and exclusion», *Geoforum*, 29 (2): 145-157.
- GALETOVIC, A. (1996), «Specialisation, intermediation and growth», *Journal of Monetary Economics*, 38: 549-559.
- GERTLER, M. (1988), «Financial structure and aggregate economic activity», *Journal of Money, Credit and Banking*, 20: 559-588.
- GOLDSMITH, R. (1969), *Financial Structure and Economic Development*, Yale University Press, New Haven, CT, Estados Unidos.
- GOERLICH, F. J., y MAS, M. (2002), *La evolución económica de las provincias españolas (1955-1998)*, vol. II (*Desigualdad y Convergencia*), Fundación BBVA, Bilbao.
- GREENWOOD, J., y JOVANOVIC, B. (1990), «Financial development, growth and the distribution of income», *Journal of Political Economy*, 98: 1076-1108.
- GURLEY, J. G., y SHAW, E. S. (1967), «Financial structure and economic development», *Economic Development and Cultural Change*, 15: 257-278.
- HARRIS, R. D. F. (1997), «Stock markets and development: a re-assessment», *European Economic Review*, 41: 139-146.
- JAYARATNE, J., y STRAHAN, P. E. (1996), «The finance-growth nexus: evidence from bank branch deregulation», *The Quarterly Journal of Economics*, 111: 639-670.
- KING, R., y LEVINE, R. (1993a), «Finance and growth: Schumpeter might be right», *The Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-737.
- (1993b), «Finance, entrepreneurship and growth. Theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SCHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1998), «Law and finance», *Journal of Political Economy*, 196: 1133-1155.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F., y SCHLEIFER, A. (2002), «Government ownership of banks», *Journal of Finance*, 57: 265-301.
- LEAHY, M.; SCHICH, S.; WEHINGER, G.; PELGRIN, F., y THORGERIUSON, T. (2001), «Contributions of financial systems to growth in OECD countries», *Economic Department Working Papers (WP2001-6)*, Banco Mundial, Washington DC.
- LEVINE, R. (1999), «Law, finance and economic growth», *Journal of Financial Intermediation*, 8: 8-35.
- (2002a), «More on finance and growth: more finance, more growth?», *Working Paper*, University of Minnesota.
- (2002b), «Bank-based or market-based financial systems: which is better?», *Journal of Financial Intermediation*, 11: 398-428.
- LEVINE, R.; LOAYZA, N., y BECK, T. (2002), «Financial intermediation and growth: causality and causes», *Journal of Monetary Economics*, 46: 31-77.
- LEVINE, R., y ZERVOS, S. (1998), «Stocks market and economic growth», *American Economic Review*, 88: 537-558.
- LEYSHON, A., y THRIFT, N. (1995), «Geographies of financial exclusion. Financial abandonment in Britain and the United States», *Transactions of the Institute of British Geographers*, 20 (3): 312-341.
- LINDGREN, C.; BALINO, J.; ENOCH, C.; GUIDE, M.; QUINTYN, y TEO, L. (2000), «Financial sector crisis and restructuring: lessons from Asia», *International Monetary Fund Occasional Paper*, n.º 88, enero, Washington DC.
- MARTIN, R. (1999), «The new economic geography of money», en MARGIN, R. (ed.), *Money and the Space Economy*: 3-28, Wiley, Chichester, Reino Unido.
- MCKINNON, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington DC, Estados Unidos.
- NAIR-REICHERT, U., y WEINHOLD, D. (2001), «Causality tests for cross-country panels: a new look at FDI and economic growth in developing countries», *Oxford Bulletin of Economics & Statistics*, 63: 153-171.

- ODEDOKUN, M. O. (1996), «Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: time series evidence from LCDs», *Journal of Development Economics*, 50: 119-146.
- PAGANO, M. (1993), «Financial markets and growth-an overview», *European Economic Review*, 37: 613-622.
- PÉREZ, F.; GOERLICH, F. J., y MAS, M. (1996), *Capitalización y crecimiento en España y sus regiones: 1955-1995*, Fundación BBV, Bilbao.
- PETERSEN, M. A., y RAJAN, R. (1995), «The effect of credit market competition on lending relationships», *The Quarterly Journal of Economics*, 42: 407-444.
- PRATT, D. J.; LEYSHON, A., y THRIFT, N. (1996), «Financial exclusion in the 1990s: the changing geography of UK financial markets», *Working Paper on Producer Services*, n.º 34, Universidad de Birmingham y Universidad de Bristol, Reino Unido.
- RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1998), «Financial dependence and growth», *American Economic Review*, 88: 559-586.
- ROUSSEAU, P. L., y WACHTEL, P. (1998), «Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrialized countries», *Journal of Money, Credit and Banking*, 30: 657-678.
- (2000), «Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes», *Journal of Banking and Finance*, 24: 1933-1957.
- SALA-I-MARTÍN, X. (2000), *Apuntes de crecimiento económico*, 2.ª edición, Antoni Bosch, Barcelona.
- (2002), «15 years of New Growth Economics: what have we learnt?», *Discussion Paper, 0102-47*, Columbia University.
- SHAW, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York, Estados Unidos.
- SCHUMPETER, J. (1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge (MA), Estados Unidos.
- SOLOW, R. M. (1956), «A contribution to the theory of economic growth», *Quarterly Journal of Economics*, 70 (1): 65-94.
- SWAN, T. W. (1956), «Economic growth and capital accumulation», *Economic Record*, 32: 334-361.
- THIEL, M. (2001), «Finance and economic growth: a review of the theory and the available evidence», *Economic Papers*, n.º 158, Comisión Europea, Bruselas.
- WACHTEL, P. (2003), «How much do we really know about growth and finance?», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, primer trimestre: 33-47.
- WANG, E. C. (1999), «A production function approach for analysing the finance-growth nexus. The evidence from Taiwan», *Journal of Asian Economics*, 10: 319-328.

## ANEXO

## PRINCIPALES APORTACIONES TEÓRICAS Y EMPÍRICAS SOBRE LOS VÍNCULOS ENTRE DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Referencia (orden cronológico)	Enfoque y objetivos
Gurley y Shaw (1967)	Análisis teórico donde se enfatiza el papel de los intermediarios financieros en el proceso de crecimiento económico, como respuesta a la perspectiva monetarista del sistema financiero, donde la intermediación no se considera
Goldsmith (1969)	Estudio empírico pionero de comparativa internacional donde se trata de evaluar la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico
McKinnon (1973)	Análisis teórico de la relación entre desarrollo financiero, acumulación de capital y tasa de ahorro, como mecanismo para alcanzar un mayor nivel de inversión
Shaw (1973)	Revisión de la teoría del papel de los intermediarios en el crecimiento económico, donde se concede una especial atención a las políticas liberalizadoras
Gertler (1988)	Revisión de la consideración que, a lo largo de la literatura económica en las principales escuelas de pensamiento en el siglo XX, se le ha dado a «lo financiero» como elemento distintivo del crecimiento económico
Greenwood y Jovanovic (1990)	Modelo teórico en el que la intermediación financiera y la tasa de crecimiento se presentan de forma endógena para explicar las relaciones entre ambos parámetros
Bencivenga y Smith (1991)	Modelo teórico, desde la perspectiva del crecimiento endógeno, donde las funciones de <i>screening</i> y <i>monitoring</i> de los intermediarios se revelan fundamentales para explicar su contribución al crecimiento económico
King y Levine (1993a)	Revisión de las distintas aportaciones que revisan los vínculos entre «lo financiero» y el crecimiento, recuperando la visión schumpeteriana de la intermediación financiera
King y Levine (1993b)	Aproximación tanto teórica como empírica donde se construye un modelo schumpeteriano de intermediación financiera, como evaluación de los <i>entrepreneurs</i>
Pagano (1993)	Modelo de crecimiento de tipo AK, donde se estudia la contribución del sistema financiero a la productividad del capital, la inversión agregada y la tasa de ahorro
Atje y Jovanovic (1993)	Análisis empírico internacional donde se muestran, mediante varios análisis de corte transversal, las relaciones entre el desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico
De Gregorio y Guidotti (1995)	Contribución tanto teórica como empírica donde, por un lado, se revisa la disyuntiva en la modelización teórica de la contribución del sistema financiero y, por otro, se analiza una muestra de países entre 1960 y 1985, agrupándolos por niveles de ingreso
Galetovic (1996)	Modelo teórico de crecimiento endógeno donde se estudia el papel de la intermediación en el desarrollo industrial. En este sentido, se analiza la relación de causalidad entre ambos factores y los efectos de la especialización productiva en la industria
De la Fuente y Marín (1996)	Modelo teórico donde se estudian las relaciones entre la innovación, las funciones de evaluación de los intermediarios y el desarrollo financiero
Odedokun (1996)	Análisis teórico y empírico en el que se estudia la relación, en un modelo bisectorial, entre sector financiero y real
Arestis y Demetriades (1997)	Se aborda un análisis empírico de las pautas de conexión entre desarrollo financiero y crecimiento, destacando los efectos que la mayor o menor liberalización financiera puede tener sobre la conexión entre ambos factores
Jayarathne y Strahan (1996)	Análisis empírico a escala estatal. Se analizan los efectos de la liberalización de sucursales en los estados de Estados Unidos en términos de provisión de crédito, condiciones competitivas y precios, y su impacto sobre el posible desarrollo económico
Claessens y Glaessner (1997)	Estudio empírico del Banco Mundial para varios países asiáticos en vías de desarrollo, con objeto de contrastar el efecto de las crisis financieras en estos países
Harris (1997)	Análisis empírico en torno a los efectos de la expansión de los mercados de valores sobre el crecimiento económico en la perspectiva internacional
Becsi y Wang (1997)	Revisión de las aportaciones de los principales modelos teóricos donde, a partir de un modelo de crecimiento endógeno, se presentan las principales relaciones entre la intermediación financiera y las tasas de ahorro y de productividad del capital

## ANEXO (continuación)

## PRINCIPALES APORTACIONES TEÓRICAS Y EMPÍRICAS SOBRE LOS VÍNCULOS ENTRE DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

<i>Referencia (orden cronológico)</i>	<i>Enfoque y objetivos</i>
La Porta <i>et al.</i> (1998)	La estructura legal de un sistema económico, entendida como la extensión y calidad de su entramado regulatorio, se revela como un elemento básico del vínculo entre los mercados de renta fija y variable y la economía real
Levine y Zervos (1998)	Estudio empírico a escala internacional donde, mediante un análisis dinámico de datos de panel, se analiza el efecto del desarrollo de los mercados de valores en el crecimiento
Rajan y Zingales (1998)	Estudio empírico de la dependencia financiera para un amplio conjunto de sectores industriales en Estados Unidos y para una muestra internacional de países
Wang (1999)	Análisis teórico y empírico a partir de un modelo bisectorial del crecimiento donde se distingue el papel del sector financiero y del sector real
Levine (1999)	Se analizan empíricamente los efectos del entorno legal de cada país sobre el desarrollo financiero y en qué medida podrían oscurecer la relación entre este último y el crecimiento de la economía
Benhabib y Spiegel (2000)	Se desarrolla un estudio empírico del papel de la intermediación financiera en el crecimiento de algunos países con prolongadas crisis y en vías de desarrollo
Lindgren <i>et al.</i> (2000)	Estudio empírico del Fondo Monetario Internacional donde se tratan de analizar los efectos de las crisis financieras en los países asiáticos sobre el crecimiento económico
Beck <i>et al.</i> (2000)	Análisis empírico internacional donde, mediante el control de los efectos individuales de país, se pretende analizar cómo el sector financiero afecta a diferentes fuentes de crecimiento, distinguiendo la productividad y acumulación del capital y las tasas de ahorro
Rousseau y Wachtel (2000)	Se analiza el impacto de los mercados de valores sobre el crecimiento económico de una amplia muestra de países. Se emplean técnicas de vectores auto-regresivos
Carettoni <i>et al.</i> (2001)	Estudio para la Comisión Europea donde se pasa revista a la evidencia teórica y empírica relativa al nexo finanzas-crecimiento, con objeto de extraer cursos de acción para una integración financiera eficiente
Thiel (2001)	Estudio de la Comisión Europa donde se revisa la principal evidencia teórica y empírica de la relación finanzas-crecimiento con objeto de delimitar si existen pautas que determinen un mayor crecimiento económico a partir de una determinada estructura financiera
Leahy <i>et al.</i> (2001)	Análisis empírico de la OCDE sobre una muestra internacional con objeto de encontrar, controlando el componente exógeno del desarrollo financiero, pautas de crecimiento o convergencia desde «lo financiero» hacia el crecimiento económico
Nair-Reichert y Weinhold (2001)	Este estudio emprende un análisis de causalidad en el sentido de Granger para una amplia muestra de países en desarrollo
Levine <i>et al.</i> (2002)	El componente exógeno del desarrollo financiero —legal y económico— es controlado en este estudio empírico internacional
Al-Yousif (2002)	Se analiza la causalidad en sentido de Granger entre desarrollo financiero y crecimiento económico para una muestra de países en desarrollo, empleando técnicas de datos de panel para corregir los efectos inobservables
Levine (2002a)	En este trabajo se realiza una revisión de la evidencia empírica aportada en los últimos diez años en relación al nexo finanzas-crecimiento
Levine (2002b)	En este estudio se analiza empíricamente si existen ventajas, en términos de crecimiento económico, derivadas de la estructura del sistema financiero (bancaria u orientada al mercado)
Cetorelli y Gambera (2002)	Se analiza el impacto de la dependencia financiera sobre distintos sectores industriales en una amplia muestra de países
La Porta <i>et al.</i> (2002)	Estudio empírico del impacto de la estructura de propiedad del sector bancario en el sistema bancario sobre el desarrollo financiero y el crecimiento económico
Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002)	En este estudio se analiza, a partir de datos microeconómicos de empresas de un conjunto amplio de países, las posibles diferencias que los sistemas financieros basados en los mercados o en las instituciones pueden ofrecer para un mayor desarrollo económico

## ANEXO (continuación)

## PRINCIPALES APORTACIONES TEÓRICAS Y EMPÍRICAS SOBRE LOS VÍNCULOS ENTRE DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Referencia (orden cronológico)	Enfoque y objetivos
Carbó <i>et al.</i> (2003)	Análisis empírico a escala regional de los efectos de la desregulación financiera y la competencia en el sector bancario sobre el crecimiento regional, empleando datos microeconómicos para el sector bancario español
Wachtel (2003)	Se realiza una revisión panorámica de las principales aportaciones teóricas y empíricas con objeto de determinar el <i>state-of-the-art</i> del vínculo finanzas-crecimiento
Beck y Levine (2004)	En este estudio se repasan, desde una perspectiva internacional amplia, las relaciones entre los mercados de valores, las entidades bancarias y el crecimiento económico, empleando datos de panel dinámico y diversas pruebas de robustez
Degryse y Ongena (2004)	Se realiza un análisis de la variación en las relaciones contractuales entre entidades bancarias y clientela a partir de la distancia geográfica entre los distintos agentes, teniendo en cuenta las implicaciones competitivas de estas relaciones
Berger <i>et al.</i> (2004)	Se acomete un análisis empírico de la relación entre sistema bancario y crecimiento económico a partir de un estudio del impacto de los llamados <i>community banks</i> en Estados Unidos sobre los territorios donde operan, analizando sus cambios en la eficiencia y el impacto de estos en la rentabilidad económica
Demirgüç-Kunt <i>et al.</i> (2004)	Se repasan las diferentes contribuciones que indican el impacto de la regulación y de la estructura de mercados en el estudio del nexo «finanzas-crecimiento». El poder de mercado aparece como un elemento central en la determinación del mayor o menor nivel de eficiencia en la intermediación que puede finalmente transmitirse para una mayor acumulación de capital

---

COLABORACIONES

**II.**  
**NUEVOS ENFOQUES SOBRE  
REGULACIÓN Y CRÉDITO BANCARIO**

## Resumen

Este trabajo explica cómo las diferencias existentes en materia informativa y marco contractual inciden sobre el diseño óptimo de las redes de seguridad financiera, así como sobre las estrategias óptimas aplicadas para gestionar las situaciones de crisis. A partir de la identificación de las diferencias existentes entre países en materia de transparencia y poder disuasorio que las entidades bancarias proporcionan a los depositantes, el trabajo muestra por qué las redes de seguridad deben permitir la existencia de diferencias en materia de cumplimiento de los contratos privados. La evolución de la red de seguridad de un país depende de la capacidad de los sectores privado y público para evaluar a las entidades bancarias, su disciplina en materia de asunción de riesgos y resolución inmediata de las situaciones de crisis. La responsabilidad política garantiza que la participación pública en estas tareas se desarrolla efectivamente y de manera eficaz.

*Palabras clave:* regulación financiera, red de seguridad.

## Abstract

This report explains how differences in the informational and contracting environments of individual countries affect the optimal design of their financial safety nets and their optimal strategies for managing financial crises. By showing that large differences exist across countries in the transparency and deterrence that banks afford their depositors, the paper highlights why safety-net design must allow for differences in the enforceability of private contracts. The evolution of a country's safety net depends on the ability of the private and public sectors to value banks, discipline risk taking, and resolve financial difficulties promptly. Political accountability is needed to assure that the public portions of these tasks evolve effectively and efficiently.

*Key words:* financial regulation, safety net.

*JEL classification:* G2, G3, H4, K20.

# REGULACIÓN FINANCIERA Y REDES DE SEGURIDAD BANCARIA: UNA COMPARACIÓN A ESCALA INTERNACIONAL

Edward J. KANE (\*)

*Boston College*

## I. INTRODUCCIÓN

EN cualquier empresa sujeta a riesgo la seguridad ocupa una posición central. Los mineros usan cascos equipados con linternas de seguridad. Los trasatlánticos van abastecidos de chalecos y botes salvavidas e imparten instrucciones sobre su localización y uso al personal de plantilla y pasajeros.

La preocupación que muestra la sociedad por la seguridad de una determinada empresa aumenta a medida que lo hace la magnitud de sus pérdidas y el grado en el que se refleja sobre los agentes implicados que carecen de poder decisorio sobre el *trade-off* rentabilidad-riesgo.

Los directivos de las instituciones financieras pueden ser considerados como equilibristas. Adoptan determinadas decisiones deliberadamente en un contexto de riesgo, de tal modo que, si los resultados no son los esperados, pueden desembocar en una situación de quiebra con múltiples consecuencias. Los gobiernos denominan red de seguridad financiera al conjunto de medidas adoptadas para limitar el riesgo asumido por las instituciones y minimizar los efectos sobre clientes, empleados y accionistas derivados de una posible quiebra.

Dichas cuestiones son tratadas en el presente artículo, el cual se estructura como sigue. En el apar-

tado II se analiza el concepto de red de seguridad en sentido metafórico, así como sus implicaciones, con objeto de determinar el diseño óptimo de las redes de seguridad financiera y el impacto de los factores específicos de cada país. A continuación, en el apartado III, se aborda la incidencia del contexto contractual y de la propia cultura reguladora. El primero influye en el grado en el que las instituciones políticas, los mecanismos legales y los conceptos operativos relacionados con el honor personal influyen sobre el tratamiento de la información, y por tanto sobre las diferentes modalidades de ejecución de los contratos privados. Simultáneamente, la cultura reguladora legítima y restringe el ejercicio del poder gubernamental. En el apartado IV se proporciona información referente a las diferencias existentes entre los distintos modelos de red de seguridad. Junto a ello, se recogen las ventajas asociadas a cada uno de estos modelos. En el apartado V se destaca la necesidad de incorporar las responsabilidades y la planificación de situaciones de crisis en los modelos de red de seguridad. Adicionalmente, se enfatiza sobre el riesgo que supone la introducción de garantías de depósito explícitas sin la previa calibración del contexto contractual y la cultura reguladora de cada país, de la capacidad de control sobre las subvenciones concedidas a la asunción de riesgos y las garantías que de ellas se derivan.

## II. LA METÁFORA DE LA RED DE SEGURIDAD

Una red es un tejido compuesto por múltiples filamentos de gran resistencia, cuyo objetivo es soportar el peso o la fuerza para los que ha sido diseñada. Aunque la tela que elabora una araña puede parecer muy frágil, las redes de seguridad tienen que estar preparadas para resistir la caída de un cuerpo al vacío.

### 1. Las redes de seguridad del circo

Las redes de seguridad del circo tienen dos objetivos. El primero de ellas es evitar que los acróbatas se estrellen, evitando de este modo que el público sufra el trauma de presenciar un hecho tan desagradable. Implícitamente, persigue estimular a los acróbatas a que practiquen números atrevidos con los que asombrar al público.

Los números hay que ensayarlos y perfeccionarlos continuamente, ya que el público no paga su entrada para ver caer a los equilibristas de forma repetida. Es más fácil y entretenido ejecutar un número sencillo que realizar con torpeza uno de mayor dificultad. Desde el punto de vista económico, las redes de seguridad no se establecen para que los agentes económicos asuman riesgos cada vez mayores, sino para estimular el análisis y las actuaciones prudentes y eficaces.

El diseño de la red de seguridad presenta múltiples dimensiones. Además, los costes y beneficios de sus diferentes vertientes se reflejan en el largo plazo. En términos marginales, el incremento del valor actual, descontado de la diversión derivada del perfeccionamiento en la asunción de riesgos, tiene que compensarse con

el incremento de los costes procedentes de la mayor seguridad. Dichos costes se pueden dividir en: costes inmediatos de adquisición, futuros de mantenimiento y supervisión, derivados de la obsolescencia tecnológica y riesgo residual de incurrir en quiebras que la red no pueda cubrir. Los beneficios son los flujos de caja que el circo gana con el trabajo de sus artistas.

Las grandes y sólidas redes son más seguras, aunque su coste de adquisición es superior y, al ser más visibles, amortiguan la sensación de riesgo que el público percibe al presenciar el espectáculo. Existen materiales resistentes y sutiles que podrían resultar menos visibles, pero su adquisición y mantenimiento resultan más costosos. Por último, como ningún tipo de red es capaz de evitar el desastre, las personas involucradas en el espectáculo deben prever planes de acceso a los servicios de urgencia y ser capaces de soportar la presión mediática que pueda surgir.

### 2. Comparación con las redes de seguridad financiera

Los principios económicos que rigen el diseño de la red de un circo resultan aplicables a la red de seguridad de un país. Para que la red esté bien diseñada y funcione perfectamente, las autoridades deben tener en cuenta los costes y beneficios a largo plazo, así como el *trade-off* que pueda existir entre ambos. Dicho de forma metafórica, este *trade-off* se puede comparar con el correspondiente al del circo en cuatro aspectos.

En primer lugar, las instituciones financieras, al igual que los acróbatas, al verse protegidas por la red de seguridad pueden mostrar incentivos a comprometerse en actividades de un mayor riesgo, de tal modo que cualquier error

importante podría herirles de gravedad, o incluso acabar con su vida. A dicho fenómeno se le denomina riesgo moral. Los factores que generan este problema de riesgo moral se pueden determinar partiendo de la correspondencia existente entre los accionistas de una entidad bancaria y los de un circo. En las entidades bancarias, prestatarios e inversores se corresponden con las personas que fabrican los trapecios y las plataformas de la cuerda floja en la que trabajan los equilibristas. Para evaluar en qué medida la entidad atiende sus obligaciones, los clientes deben ser capaces de supervisar su funcionamiento. En el caso de que dispongan de información pública sobre la misma, los clientes y legisladores tendrían que establecer los procedimientos oportunos que permitan extraer datos fiables. O, lo que es lo mismo, será mayor, cuanto más débil sea el contexto informativo del país, el riesgo de los clientes garantizados. El esfuerzo acometido por el gobierno por supervisar, controlar y hacerse cargo del control de las entidades bancarias genera costes que hay que financiar, generalmente, a través de los recursos captados explícita e implícitamente a los propios bancos y contribuyentes. Bajo este modelo de financiación, los contribuyentes no resultan equivalentes en sentido estricto al público del circo. El gobierno les puede exigir que contribuyan a superar el déficit que su «circo» regulado puede experimentar. Las redes de seguridad financiera sólo protegen a prestatarios, depositantes y contribuyentes de los prejuicios que les puedan generar las medidas adoptadas inapropiadamente por las instituciones financieras. Indirectamente se ven perjudicadas al fomentar que las instituciones desvíen a la red de seguridad el riesgo que generan sus actividades crediticias.

En segundo lugar, metidos en el papel de gerente del circo, los legisladores tienen que equilibrar las cuestiones generadoras de conflicto. En este sentido, deben cubrir los riesgos asumidos, controlando los costes y beneficios generados por la red de seguridad. Las redes de seguridad diseñadas para las entidades bancarias comprenden una serie de acuerdos políticos encaminados a que los participantes en ellas puedan eludir los fenómenos financieros que den lugar a pérdidas (Diamond y Dybvig, 1983; Talley y Mas, 1990; Kane, 1995; Goldstein y Turner, 1996; Brock, 1999). Estos esquemas de políticas multidimensionales persiguen ajustar los costes y los beneficios derivados de:

- 1) Limitación de la asunción de riesgos por parte de las entidades que adoptan políticas agresivas.
- 2) Protección de los clientes ante posibles insolvencias de las entidades bancarias.
- 3) Prevención y control de los perjuicios derivados de las pérdidas de las entidades financieras.
- 4) Detección y aportación de soluciones a las entidades que presentan problemas.
- 5) Distribución de las pérdidas derivadas de una quiebra bancaria.

En tercer lugar, en las decisiones que atañen al diseño de la red de seguridad financiera de un país influyen los incentivos derivados de los acuerdos burocráticos y políticos en virtud de los cuales se transfiere a dirigentes e inversores bancarios un conjunto de derechos y deberes que se refuerzan mutuamente. La creación de una red de la dimensión y resistencia adecuada requiere que las decisiones que tengan en cuenta el coste y la efi-

cia de los componentes de la red sean lo suficientemente perceptibles a la disciplina de mercado, así como que soporte las presiones presupuestarias. La aplicación de la red será muy deficiente a menos que los dirigentes se muestren plenamente responsables de las imperfecciones derivadas de su política de incentivos al riesgo. Para que las estrategias de control de riesgo presenten un alto nivel de éxito, los contratos laborales deben adjudicar a los reguladores la capacidad de estimar y administrar los costes sociales (y especialmente los derivados de los incentivos a la asunción de riesgo) que generan las decisiones sobre el diseño de la red, e incentivar al personal de la red a cumplir con sus obligaciones. Del mismo modo que el tamaño y la forma de la carpa de un circo requieren ajustes en las dimensiones de la malla, cálculo de la resistencia y ubicación de los pilares de sujeción, los derechos y obligaciones de todos los reguladores deben basarse en las características del contexto informativo legal y privado del gobierno nacional y el sistema financiero.

Finalmente, el nivel de eficacia de las redes de seguridad nunca es pleno ni constante a lo largo del tiempo. Las autoridades deben comprender que, a veces, la red mejor diseñada puede romperse o no presentar la dimensión suficiente. Es decir, las autoridades deben desarrollar y revisar de forma regular los planes estratégicos previstos para afrontar crisis financieras, y fomentar entre el personal en el uso de nuevos protocolos de gestión a aplicar en situaciones críticas. Paradójicamente, salvo que la red de seguridad se encuentre respaldada por una sólida planificación del mapa de contingencias, su propia solidez puede promover el desencadenamiento de una serie de crisis devastadoras. Esto se

debe a que, a medida que el nivel de eficacia que va adquiriendo la red de seguridad de un país es mayor, menor es la experiencia adquirida por el regulador para afrontar las situaciones de crisis.

Al considerar cómo y dónde puede fallar la metáfora del circo, es posible obtener una lección adicional. La principal diferencia es que, al contrario que en el caso de la caída del equilibrista desafortunado, incompetente o que peca de exceso de confianza, un fallo en las redes de seguridad financiera no se aprecia de manera inmediata por parte de un observador inexperto. Esta falta de transparencia acentúa las medidas necesarias para maximizar la eficacia y minimizar los costes de la red. El mantenimiento de la reputación de las instituciones y los altos cargos durante su mandato da lugar a que los legisladores se vean tentados a ocultar y enmascarar toda aquella información que pueda divulgar el surgimiento de dificultades. Los responsables permiten que la información recogida en los balances y cuentas de resultados sea manipulada, o incluso eliminada. Para evitar que su reputación profesional se vea deteriorada a causa de los fallos de las instituciones financieras, los máximos responsables abusan en determinadas situaciones de su autoridad. La presencia de suficiente capacidad para reducir el nivel de transparencia genera incentivos a diferir el momento del anuncio de la existencia de escenarios de crisis, proporcionando a la entidad el tiempo suficiente para diseñar el plan de saneamiento que sea financiado por los contribuyentes y sus propios competidores.

Conocer que los reguladores pueden bloquear el flujo de información adversa, junto con las crí-

ticas públicas, induce a directivos y propietarios de instituciones insolventes a rentabilizar los conflictos de incentivos entre las partes. Los banqueros sin escrúpulos actúan, habitual y negligentemente, en contra de su deber de defender la verdad. Para justificar el encubrimiento de la debilidad de las entidades, hacen uso de su derecho a disimular o tergiversar las pruebas que puedan poner de manifiesto la situación de pérdidas generalizadas, porque están convencidos de que adoptar una postura abierta podría generar una situación de pánico financiero. Sin embargo, el temor del público se podría atenuar sin necesidad de posponer una actuación eficaz en términos de coste destinada a proteger la solvencia de las entidades. Una explicación a la ignorancia prestada a las pérdidas bancarias es que, en algunos casos, los máximos responsables de la seguridad financiera se encuentran más pendientes de mantener su reputación que de actuar de acuerdo con lo que requiere la situación. Dependiendo de la calidad de la información de un país y su contexto administrativo, los funcionarios que ocupan los puestos de alto nivel pueden eludir la responsabilidad de soportar los elevados costes derivados de las quiebras acontecidas durante su mandato, posponiendo su resolución para que sea abordada por el siguiente equipo de regulación financiera. Al ser conscientes de la existencia de esta vía de salida, se ralentiza la necesidad de aportar nuevas formas de asunción de riesgos y compromisos para llevar a cabo una planificación extensiva de la crisis. En este contexto, la materialización de actividades de esta naturaleza en niveles inferiores a los requeridos predispone a los organismos reguladores a considerar las crisis financieras como acontecimientos aislados, cuya planificación se puede llevar a cabo sobre la marcha.

### III. CULTURA REGULADORA Y ENTORNO DE CONTRATACIÓN

La teoría financiera moderna pone de relieve el concepto de oportunismo en virtud del cual los inversores deben preocuparse de proteger sus incentivos del comportamiento oportunista de prestatarios, directivos y propietarios bancarios (Jensen y Meckling, 1976; Diamond, 1984; La Porta, Lopez-Silanes, Shleifer y Vishny, 1998). Este oportunismo del personal ejecutivo comparte tres facetas comunes relacionadas entre sí y expresadas en los siguientes niveles:

1) La dificultad a la que se enfrenta un depositante a la hora de obtener información fiable sobre los resultados desfavorables y observar la imprudencia, la negligencia, la incompetencia, el fraude y la forma en que conducen las entidades bancarias sus recursos (costes de supervisión).

2) La dificultad a la que se enfrenta un depositante concreto para analizar y responder de forma adecuada a la información derivada de su actividad de supervisión (costes de control).

3) La dificultad del depositante para coordinar acciones colectivas (costes de coordinación).

En la mayoría de los contextos contractuales y de información, los organismos encargados de la regulación pueden reducir los costes anteriormente citados.

Por este motivo, las diferentes economías establecen un marco de supervisión bancaria centralizada y de respuesta disuasoria. La centralización de estas funciones tiene como objetivo incrementar la confianza del depositante y solucionar los siguientes problemas de coordinación: evitar gastos de su-

pervisión redundantes, normalizar los procedimientos de contratación, y programar y calibrar las actuaciones disciplinarias. A priori, la supervisión centralizada obligatoria genera que las entidades bancarias dejen de encontrar rentable la falta de transparencia en sus actuaciones.

#### 1. Dimensiones de la cultura de regulación

La regulación y la supervisión financiera pueden considerarse como esfuerzos de naturaleza cooperativa. Cualquier individuo puede proponer normas, pero ordenar su cumplimiento requiere encontrarse legitimado, es decir, que exista el general conocimiento de que estas normas se conciben y aplican para aumentar el bienestar social.

Para ganar y conservar el derecho legítimo que permite ejercer el poder coercitivo, los organismos reguladores deben aceptar y respetar la realización de controles apropiados sobre su actividad. Un control «apropiado» es aquel que resulta consistente con la cultura política y la interpretación que los ciudadanos realizan de la experiencia histórica de la regulación del país.

Por cultura se entiende el conjunto de ideas, costumbres y actitudes que los miembros de una comunidad comparten y transmiten de generación en generación mediante diversos sistemas de incentivo de diferente naturaleza. Carnell (1993) y Kane (2003) asignan a la cultura reguladora el papel de definir, legitimar y promover el bienestar financiero general. La cultura reguladora puede diferir entre países en alguno de los siguientes aspectos:

1) En el carácter de la concesión estatutaria de autoridad y res-

ponsabilidades de generación de información que reciben las empresas reguladas.

2) En las normas específicas que el regulador formula, y la forma en que las desarrolla y promulga.

3) En los métodos que utiliza el regulador para supervisar el incumplimiento de las normas.

4) En las sanciones que puede imponer, y que efectivamente establece, en caso de incumplimiento.

5) En la naturaleza y magnitud de las restricciones (incluida la carga específica sobre las pruebas), con objeto de proteger a las instituciones reguladas de procedimientos administrativos no deseados.

6) En el alcance de los derechos de las instituciones aseguradas de reclamar decisiones adoptadas ante una autoridad superior.

Para que resulte viable, los tabúes y tradiciones incorporados a la cultura reguladora deben formar parte de los principios que rigen el juego limpio y un uso apropiado del poder del gobierno en la comunidad.

## 2. Transparencia y poder disuasorio

Las herramientas de regulación disponibles para el control de daños son el resultado de la elaboración de normas y del análisis derivado de su aplicación. Para comprender cuál es el papel que desempeñan dentro de la economía, resulta útil imaginar un mundo en que los costes de supervisión y vigilancia fuesen iguales a cero. En este mundo ideal, todos los contratos de depósito se lle-

varían a cabo por sí mismos. Los costes de coordinación serían irrelevantes. El establecimiento de una estructura centralizada de supervisores, que monitorizan cualquier iniciativa que incremente el riesgo o comportamiento inapropiado del personal de las entidades bancarias, no aportaría ningún beneficio adicional ni a las entidades bancarias ni a los depositantes. En un mundo así, cualquier cambio en el grado de exposición al riesgo de las entidades resultaría transparente para los depositantes, que poseerían la suficiente experiencia y capacidad como para disuadir a los directivos bancarios de la tentación de adoptar un comportamiento oportunista. El concepto de *máxima transparencia* (MT) describe el marco en el que los depositantes disponen, a coste nulo, de información precisa acerca de cualquier cambio en el funcionamiento y riesgo asumido por las entidades bancarias. Por su parte, el concepto de *máxima disuasión* (MD) describe aquella situación en la que los depositantes conocen, de forma precisa e inmediata, las consecuencias derivada del contenido de los flujos de información, y son capaces de cubrirse por completo, a coste nulo, del riesgo que pueda derivarse de esta información y que pueda afectar a su bienestar.

Cuanto más recursos emplee una economía en proporcionar la máxima transparencia y poder disuasorio *ex ante*, menor es el valor que las instituciones financieras y los máximos responsables de la red de seguridad proporcionan a los depositantes. En una economía MT-MD, los depósitos y los créditos son sustitutivos perfectos. Del mismo modo, la financiación directa e indirecta constituyen vías similares a través de las cuales se puede canalizar el ahorro, elegir de proyectos de inversión que deciden llevar a cabo, y decidir sobre

el riesgo soportado en el proyecto. Como ya se apuntaba en el modelo de fijación de precios de los activos materiales, la oferta de obligaciones y títulos de renta fija y variable debería realizarse mediante emisiones de reducido valor nominal, para que cualquier ahorrador pudiese invertir directamente, materializando así una cartera de títulos diversificada.

El concepto experimental MT-MD pone de relieve el hecho de que la existencia de redes de seguridad se debe a las dificultades que surgen en la aplicación de los contratos, tales como el bloqueo de la transmisión de los flujos de información, diferencias en los costes de supervisión, variación de los costes de las transacciones financieras, retrasos en la apreciación y procesamiento de la información relevante, así como el alto precio y la insuficiencia del poder disuasorio de que los depositantes disponen. De igual modo, evidencia que la red de seguridad supone, implícitamente, un contrato establecido a cinco partes. La red impone derechos y deberes mutuos a directivos de las entidades bancarias, prestatarios, depositantes, responsables de la red de seguridad y oferentes de fondos a la red de seguridad (principalmente entidades saneadas y contribuyentes). El criterio fundamental que debe marcar la evolución de la actuación de los responsables de la red de seguridad reside en la ecuanimidad con la que tratan a cada una de las partes implicadas, y la eficacia con la que gestionan los costes sociales derivados de la resolución de las divergencias entre las condiciones MT y MD.

Respecto a los responsables de la red de seguridad, debe tenerse en cuenta que no resulta suficiente que se dediquen a impedir la concesión imprudente y corrupta de crédito institucional y a evitar las

retiradas masivas de depósitos. Junto a ello, deben minimizar el coste social derivado de las tensiones coyunturales de liquidez bancaria y la aparición de situaciones de insolvencia permanentes. Como prestamistas de última instancia, se espera que cumplan la función financiera de *triage*, protegiendo a las instituciones solventes de tensiones de liquidez puntuales mediante la venta de sus activos en mercados que presentan una cierta turbulencia.

En la práctica, los administradores de la red de seguridad deben lograr establecer un equipo humano que sea capaz de gestionar, de manera eficiente y transparente, los siguientes instrumentos de regulación:

- 1) mantenimiento de registros y requisitos de suministro de datos;
- 2) limitaciones de actividad;
- 3) capital, dotación por pérdidas y otros límites posicionales;
- 4) derechos de adquisición y otros poderes de ejecución;
- 5) líneas de crédito, y
- 6) garantías de ejecución.

Las cuatro primeras categorías delimitan la autoridad reguladora de los administradores de la red en las entidades bancarias. Junto a los derechos de recusación y apelación de sentencias contrarias, las dos últimas ofrecen a los reguladores herramientas con las que ejercen su autoridad supervisora y protegen los intereses de las entidades y sus clientes de manera conjunta. Para completar la aplicación de este contrato social, las personas físicas o jurídicas que aportan el capital del que se nutren (entidades bancarias y contribuyentes) deben ser capaces de

observar y someter a valoración económica su participación en la elaboración de las normas y en las actividades encaminadas al cumplimiento por parte de los organismos reguladores. Lo ideal sería que los contribuyentes impusiesen, soportando un coste razonable, los requisitos de información y estableciesen las medidas disuasorias con las que frenar el abuso de poder, supervisión y préstamo de los responsables de la red. Para ello, resulta necesario definir de forma precisa estos costes e incluir los costes operativos de la red y los correspondientes a la gestión de una posible quiebra. El establecimiento de contratos entre contribuyentes y reguladores es importante, ya que, en caso contrario, la política de regulación financiera practicada y el ejercicio de los derechos de apelación por parte de las instituciones reguladas responsabilizarían en exceso al personal regulador.

En teoría, la red de un país es una red múltiple, compuesta por derechos y obligaciones contractuales. Sus principales características son las garantías de depósito y las facilidades de crédito como prestamista de última instancia. La red de seguridad ideal es la que mitiga eficientemente los problemas de supervisión, vigilancia y coordinación del entorno informativo, ético, legal y económico de un determinado país en un determinado momento, derivados de las relaciones entre entidades bancarias, depositantes y contribuyentes. Es decir, el diseño y funcionamiento óptimo de las redes de seguridad debe adaptarse y solventar los problemas derivados de los cambios en el mercado, y las dificultades legales, burocráticas y ético-culturales.

El diseño de la red debe ser específico del entorno para que la regulación y la supervisión incen-

tiven a las entidades bancarias y a los reguladores de manera compatible con el resto de agentes implicados. Para ello, debe tenerse en cuenta el grado de transparencia de los sistemas de información y la tecnología de supervisión del capital bancario, así como su grado de exposición al riesgo que perciben tanto los expertos externos como la prensa financiera. Una segunda cuestión es el alcance de los incentivos de los reguladores sobre la disciplina que refuerza o desplaza a los procedimientos del mercado.

### 3. Evidencia sobre la variación en la transparencia de la información

Los depositantes desean que los tipos de interés que obtienen por sus depósitos les compensen del riesgo que han asumido por las inversiones y préstamos que sus entidades han materializado con los mismos. La «información» necesaria para llevar a cabo esta valoración consiste en un conjunto de hechos y proyecciones con los que un experto financiero puede cuantificar el valor de mercado de la riqueza neta de la entidad, la cual viene dada como diferencia entre el valor presente descontado de los activos y pasivos bancarios.

Cuando en los mercados financieros de un país se identifica y valora el riesgo de forma inexacta, se produce una inadecuada canalización del ahorro y la inversión. Dichas imperfecciones inciden negativamente sobre el crecimiento económico y el bienestar. Es útil pensar en las entidades bancarias como un filón del que se extrae la información, que es el mineral que depositantes y reguladores obtienen con esfuerzo y de manera imperfecta. La extracción es imperfecta por

dos motivos. Porque las entidades bancarias tienen el interés legítimo de reservarse información confidencial para su uso exclusivo, y porque a veces intentan ocultar información potencialmente perjudicial para otras partes.

Los reguladores bancarios deben detectar y corregir con celeridad la información errónea. Cuando el principio ético de «juego limpio» no constriñe la eficacia con la que se llevan a cabo las operaciones comerciales por parte de los funcionarios y el personal de las empresas privadas, los responsables de la red de seguridad deben poner especial énfasis en verificar la información que les proporcionan los prestatarios y las entidades bancarias. Sin embargo, en la práctica existen importantes incentivos que impulsan a los reguladores a adoptar el comportamiento contrario. Cuanto más débil sea la implantación de los principios éticos y el seguimiento que la prensa ejerce sobre los funcionarios públicos, más probable resulta que los responsables de la red terminen empleando los instrumentos disponibles para ayudar a las entidades bancarias, e incluso a algunos de sus clientes, a cargo de los contribuyentes.

La fiabilidad de los valores bancarios que se someten a control en entornos financieros complejos se revela a través de un conjunto de elementos ajenos al propio entorno. Las reglas determinantes de la revelación de datos bancarios proceden tanto de la legislación estatutaria como de la administrativa. Los estatutos se desarrollan durante las legislaturas. Las agencias administrativas y la organización de la regulación establecen los criterios de valoración y reparto de recursos recogidos en los reglamentos. La ejecución de la legislación por parte de los organismos que la elaboran está suje-

ta a un proceso y a su revisión constitucional por parte del sistema judicial de la nación.

La existencia de una conciencia por la cual se tiene constancia de que los flujos de información van a ser también sometidos a evaluación de manera informal por «instituciones de control», contables profesionales, agencias crediticias y de *rating*, prensa financiera independiente, asesores financieros, e incluso investigadores académicos, actúa como freno a la generación de información no veraz por parte del gobierno y las empresas. No obstante, incluso en los países más desarrollados, la misión de verificar la información suele entrar a menudo en conflicto con otros intereses económicos. Normalmente, la competencia entre instituciones suele ser débil, se ofrece una información relativamente irrelevante y los controles de información se suelen aplicar con una gran permisividad, dando lugar a imperfecciones en el proceso de verificación de datos.

Retomando el tema de debate, la calidad de la regulación varía según la transparencia informativa ( $T$ ) del país. A su vez,  $T$  varía según la integridad de sus prácticas contables ( $AI$ ), sus principios éticos ( $PE$ ), la libertad por parte de la prensa ( $LP$ ) y la calidad y credibilidad de las restricciones retributivas que los reguladores aplican a los operadores financieros ( $R$ ). Analíticamente:

$$T = T(IC, PE, LP; R) \quad [1]$$

Mediante la aplicación de diversos procedimientos, numerosos centros de investigación califican para diferentes países la calidad del gobierno y el entorno informativo del que disfrutaban los depositantes y contribuyentes. En el cuadro n.º 1 se refleja, para el período 1990-1998, la informa-

ción relativa a los principios contables de un país, el grado de corrupción observado en su gobierno o en las transacciones comerciales llevadas a cabo, y el «grado de libertad» informativa. Como puede observarse, la calidad de la información varía enormemente entre países. De igual modo, recoge lo que nosotros denominamos principios de «integridad» ética y contable, los cuales guardan una correlación positiva con la libertad de prensa y el nivel de renta per cápita del país en cuestión. Para los 41 países acerca de los que se dispone de este tipo de información, se tiene una correlación de 0,59 entre los índices representativos de los estados contables y el nivel de desarrollo económico, mientras que el coeficiente de correlación de la integridad contable y la integridad ética y la libertad de prensa es de 0,63 y 0,40, respectivamente. El primero de ellos explica el 73,4 por 100 de su varianza conjunta. Por el contrario, para los 66 países para los que se ha elaborado el índice de corrupción, el componente correspondiente a los índices de corrupción y libertad de prensa explica el 80,1 por 100 de la varianza conjunta de estas variables, siendo 0,8 el nivel de correlación entre la integridad ética y el PIB per cápita. El índice de libertad de prensa (existe información disponible para 73 países) muestra una correlación con el PIB per cápita de 0,8.

Los valores obtenidos para el coeficiente de correlación sugieren que el nivel de desarrollo determina el grado de transparencia informativa o viceversa, estando además ambas variables simultáneamente determinadas por variables omitidas. Dichas variables omitidas pueden ser interpretadas, a grandes rasgos, como la percepción cultural general de lo que es tolerable o no dentro del

CUADRO N.º 1

## DIFERENCIAS INTERNACIONALES EN CUANTO A CALIDAD DE LA INFORMACIÓN ECONÓMICA

	Principios contables	Índice de corrupción	Índice de restricciones a la prensa		Principios contables	Índice de corrupción	Índice de restricciones a la prensa
<b>Renta alta:</b>				<b>Renta Media-alta</b>			
Australia .....	75	5,11	8,8	(continuación):			
Austria .....	54	5,14	14,6	Trinidad y Tobago		1,80	27,6
Bélgica .....	61	5,29	8,8	Uruguay .....	31	3,00	38,6
Canadá .....	74	6,00	15,2	Venezuela .....	40	2,82	35
Chipre .....		2,60	21,2				
Dinamarca .....	62	6,00	9,4	<b>Media-baja:</b>			
Francia .....	77	6,00	15,4	Bolivia .....		1,35	18,4
Finlandia .....	69	5,43	25,6	Bostwana .....		2,30	27,4
Alemania .....	62	5,36	14,4	China .....		2,55	83,8
Grecia .....	55	4,36	28,4	Colombia .....	50	3,00	52,2
Hong Kong .....	69	5,11	32,75	Costa Rica .....		3,00	17,4
Islandia .....		3,60	12,4	Ecuador .....		3,11	36,4
Irlanda .....		5,11	17,8	Egipto .....	24	2,32	75,0
Israel .....	64	5,00	29,2	Indonesia .....		1,29	71,4
Italia .....	62	3,68	27,8	Jamaica .....		1,40	14,8
Japón .....	65	5,11	20,2	Jordania .....		3,29	50,6
Corea .....	62	3,18	26,4	Marruecos .....		1,80	52,4
Luxemburgo .....		3,60	10,4	Namibia .....		2,60	27,2
Holanda .....	64	6,00	14,8	Panamá .....		1,20	27,8
Nueva Zelanda .....	70	6,00	6,8	Perú .....	38	2,82	58,0
Noruega .....	74	6,00	6,6	Filipinas .....	65	1,75	44,6
Portugal .....	36	4,43	17,0	Sri Lanka .....		3,00	46,8
Singapur .....	78	4,93	63,6	Tailandia .....	64	3,11	39,8
España .....	64	4,43	18,0	Túnez .....		1,80	67,4
Suecia .....	83	6,00	10,2	Turquía .....	51	3,11	68,0
Suiza .....	68	6,00	9,2				
Taiwan .....	65	4,11	28,4	<b>Renta baja:</b>			
Reino Unido .....	78	5,46	22,2	Bangladesh .....		0,85	52,8
Estados Unidos .....	71	5,18	12,8	Costa de Marfil .....		2,30	69,2
				Ghana .....		1,95	61,2
<b>Renta Media-alta:</b>				Honduras .....		1,20	45,6
Argentina .....	45	3,61	31,2	India .....	57	2,75	42,4
Brasil .....	54	3,79	29,8	Kenia .....		2,89	59,2
Chile .....	52	3,18	29,0	Nigeria .....	59	1,82	80,8
Malasia .....	76	4,43	61,0	Pakistán .....		1,79	57,8
México .....	60	2,86	54,4	Zimbabue .....		3,25	56,2
Sudáfrica .....	70	5,35	30,6				

*Principios contables:* Índice creado mediante el examen y posterior calificación de los informes anuales de las compañías analizadas, correspondientes al año 1990, en cuanto a la inclusión u omisión de 90 aspectos. Estos aspectos se clasifican en siete categorías (información general, cuenta de resultados, balance, flujos de inversión, principios contables, cotizaciones bursátiles y otros aspectos determinantes). Se analizaron un mínimo de tres compañías por cada país. Estas compañías constituyen una muestra representativa de los diferentes grupos industriales, de los cuales el 70 por 100 son compañías industriales y el 30 por 100 empresas financieras. Las puntuaciones más altas indican mejores principios contables.

*Fuente:* International Accounting and Auditing Trends Center for International Financial Analysis & Research, Inc.

*Corrupción:* Evaluación ICR de la corrupción del gobierno. Las puntuaciones más bajas equivalen a «los altos funcionarios son proclives a solicitar pagos especiales» y «frecuentes expectativas de pagos ilegales en los niveles inferiores del gobierno», en forma de «sobornos relacionados con las licencias de importación y exportación, controles de cambio, impuestos, valoración, protección política o préstamos». La escala oscila entre 0 y 6, indicando las puntuaciones más bajas un nivel más alto de corrupción.

*Fuente:* International Country Risk Guide.

*Limitaciones a la prensa:* La valoración de las acciones y leyes represivas, normativas, controles y presiones políticas que influyen sobre los medios de comunicación. Las puntuaciones representan el índice medio que asignan los representantes de Freedom House en sus informes anuales sobre la libertad de prensa: *Annual Press Freedom Reports. 1994-1998*. La escala varía de 0 a 100, equivaliendo las puntuaciones más bajas a un mayor grado de libertad.

entorno. Bajo esta perspectiva se encuadra el nivel de desarrollo económico y financiero como medida de control imperfecto de las actitudes sociales y culturales, que

refuerza la obligatoriedad de los contratos financieros.

Para que las redes de seguridad funcionen de manera eficaz y equi-

tativa en entornos de reducido nivel de integridad informativa y ética, el proceso de elaboración de las directrices políticas que rigen la selección de las características

de su diseño debe ser bastante abierto, facilitando el establecimiento de relaciones de responsabilidad mutuas entre reguladores y contribuyentes. La *responsabilidad política* aumenta en función de la libertad informativa, y con la libertad política y financiera conferida a los ciudadanos para hacer frente a las diferentes políticas gubernamentales. Sin embargo, la correlación entre la incidencia de la integridad ética con el índice de libertad de prensa de Freedom House y los índices de libertad económica de Heritage Foundation sugiere que esta responsabilidad suele ser muy débil, sobre todo en aquellos países en los que debería ocurrir lo contrario.

#### 4. Evidencia sobre la variación de la capacidad disuasoria del depositante

Dado el nivel de transparencia informativa con el que cuenta un país, la capacidad de los depositantes para protegerse individualmente de situaciones de insolvencia de sus entidades se encuentra limitada por el poder disuasorio y de ejecución que el sistema legal confiere a las partes contratantes. Los depositantes suelen ser considerados como los tenedores de derechos condicionales sobre el activo de la entidad. De igual modo, las opciones de compra sobre opciones suscritas por los prestatarios corporativos de la entidad forman parte del valor de los créditos mantenidos. Ambos forman parte del dinero que las entidades bancarias y los prestatarios deciden no desembolsar.

Cualquier fallo en los derechos de las partes, en su obligatoriedad o en la eficiencia judicial y burocrática, conduce a que los mercados sean menos completos, y las entidades y sus depositantes más vulnerables a la morosidad.

El poder disuasorio ( $D$ ) depende de los sistemas que un país emplea para controlar la política de gobierno aplicada a nivel público y corporativo ( $G$ ):

$$D = D(G, T) \quad [2]$$

La debilidad de  $D$  perjudica a los tres grupos que forman parte de la red de seguridad: las entidades como prestamistas, los depositantes como acreedores y todos los agentes que aportan capital a la red. En contextos caracterizados por un reducido poder disuasorio, un ahorrador nacional se mostrará reacio a depositar sus ahorros, a menos que el prestatario garantice su capacidad de reembolso. El cuadro n.º 2, muestra una relación de 195 países, clasificados basándose en la capacidad de controlar la corrupción de acuerdo con el índice del Banco Mundial de 2002. Se proporciona información correspondiente a los años 1996, 1998 y 2000, con objeto de mostrar los valores medios del índice, que, para la mayoría de los países, permanecen en el mismo cuartil durante dicho horizonte temporal.

Como ya se observaba a través de los índices de integridad informativa recogidos en el cuadro n.º 1, este índice guarda una estrecha relación con cinco medidas de poder disuasorio, que se pueden obtener en la página web del Banco Mundial. Al igual que ocurre con la transparencia, el poder disuasorio aumenta a medida que lo hace la renta per cápita. Ambos tipos de correlación refuerzan nuestro supuesto de que las normas socio-culturales y las libertades explican las diferencias existentes en cuanto a transparencia y poder disuasorio. Esto incentiva el análisis de por qué las diferencias de calidad sobre el control de la corrupción de un país y su nivel de desarrollo afectan al diseño de la red de seguridad.

La corrupción dificulta la detección simultánea de las entidades insolventes por parte de los depositantes, así como por parte de los contribuyentes respecto a los reguladores. Como medida de transparencia informativa, el índice de control de corrupción puede ayudarnos a descubrir el hecho de que una mayor fiabilidad informativa afecte a las dimensiones de la red de seguridad. Sin embargo, los efectos de un mayor control de la corrupción como *proxy* de la responsabilidad pública y el poder disuasorio resultan ambiguos. Esto es debido a que, al reducirse la fragilidad bancaria, los costes y los beneficios de la protección que presta la red de seguridad se ven reducidos de forma simultánea al incrementar el grado de eficacia de la lucha contra la corrupción.

#### 5. Evidencia internacional sobre las diferencias en el grado de responsabilidad asumida

A escala internacional no existe una base de datos específica que proporcione información sobre la responsabilidad adquirida por los altos funcionarios de las redes de seguridad. Sin embargo, Cukierman, Webb y Neyapti (1992) han compilado información que refleja el grado de independencia de 56 bancos centrales, mientras que Freedom House y Heritage Foundation han procedido a agrupar los índices de libertad de prensa y económica, respectivamente. Cada uno de ellos representa, en cierta medida, la responsabilidad que los contribuyentes atribuyen a sus políticos en materia económica. Cuanto mayor sea la libertad que tiene la prensa de un país, más fácil les resultará a sus contribuyentes observar y responder a las decisiones políticas adoptadas por sus gobiernos. De igual modo,

CUADRO N.º 2

## CONTROL DE LA CORRUPCIÓN EN 195 PAÍSES ENTRE 1996 Y 2002, ORDENADOS POR PERCENTILES DE 2002

Pais	2002	2000	1998	1996	Pais	2002	2000	1998	1996
Finlandia .....	100,0	100,0	98,9	99,3	Seichelles.....	71,1	63,0	48,6	n.d.
Singapur .....	99,5	99,5	97,3	97,3	San Kitts y Nevis .....	69,6	63,0	63,4	n.d.
Nueva Zelanda .....	99,0	97,3	97,8	98,7	Santa Lucía.....	69,6	75,5	63,4	n.d.
Dinamarca .....	98,5	97,8	99,5	100,0	San Vicente y Las Granadinas .....	69,6	63,0	63,4	n.d.
Suecia .....	97,9	98,9	98,4	98,0	Polonia .....	69,1	73,4	77,0	72,7
Islandia .....	97,4	98,4	95,1	91,3	República Checa.....	68,6	72,3	73,2	77,3
Suiza .....	96,9	95,7	100,0	95,3	Malasia.....	68,0	67,9	80,9	76,0
Holanda .....	96,4	96,7	96,2	96,0	Sudáfrica.....	67,5	73,9	74,3	79,3
Canadá .....	95,9	96,2	96,7	96,7	Túnez.....	67,0	76,6	68,3	58,0
Luxemburgo.....	95,4	94,0	92,9	92,0	Corea del Sur .....	66,5	72,8	69,9	76,7
Noruega.....	94,8	94,6	95,6	94,7	Cabo Verde .....	66,0	63,0	48,6	n.d.
Reino Unido.....	94,3	95,1	94,5	94,0	Brunei .....	65,5	55,4	66,7	66,0
Australia .....	93,8	93,5	93,4	93,3	Eslovaquia .....	64,9	69,6	62,8	73,3
Austria .....	93,3	92,9	91,8	89,3	Lituania .....	64,4	70,1	67,8	53,3
Alemania .....	92,8	91,8	94,0	90,7	Croacia.....	63,9	60,3	46,4	34,7
Estados Unidos.....	92,3	92,4	91,3	90,0	Mauritania.....	63,4	26,6	48,6	n.d.
Irlanda .....	91,8	90,8	92,3	92,7	Namibia.....	62,9	85,3	72,1	82,0
Bélgica.....	91,2	87,0	86,3	83,3	Surinam.....	62,4	68,5	66,7	44,0
Chile .....	90,7	90,2	85,8	86,0	Madagascar.....	61,9	21,2	15,3	66,0
Hong Kong .....	90,2	89,1	90,2	88,0	Fiji .....	61,3	74,5	70,5	n.d.
España .....	89,7	91,3	89,6	81,3	Letonia .....	60,8	59,2	61,7	31,3
Francia .....	89,2	89,7	90,7	86,7	Eritrea .....	60,3	58,2	75,4	n.d.
Bahamas .....	88,7	81,5	78,7	66,0	Maldivas.....	59,8	33,2	34,4	n.d.
Portugal .....	88,1	88,6	89,1	85,3	Jordania .....	59,3	62,0	71,6	56,7
Andorra .....	85,6	n.d.	n.d.	n.d.	Islas Marshall .....	58,8	63,0	34,4	n.d.
Barbados.....	85,6	n.d.	n.d.	n.d.	Marruecos.....	58,2	71,2	62,3	64,7
Islas Bermudas .....	85,6	n.d.	n.d.	n.d.	Burkina Faso.....	57,7	25,0	38,8	44,0
Islas Caimanes .....	85,6	n.d.	n.d.	n.d.	Trinidad y Tobago .....	57,2	71,7	69,4	65,3
Liechtenstein .....	85,6	n.d.	n.d.	n.d.	Brasil .....	56,7	59,8	68,9	55,3
Japón .....	85,1	87,5	86,9	84,7	Samoa.....	56,2	63,0	48,6	n.d.
Puerto Rico .....	84,5	88,0	88,5	84,0	Macao.....	55,7	n.d.	n.d.	n.d.
Emiratos Árabes Unidos .....	84,0	76,1	81,4	64,0	Cuba .....	55,2	45,7	53,6	59,3
Israel .....	83,5	85,9	88,0	87,3	Sri Lanka .....	54,6	58,7	57,4	50,0
Kuwait .....	83,0	82,1	85,2	78,7	Mongolia.....	54,1	41,8	54,6	66,0
Omán .....	82,5	78,3	83,6	63,3	Tailandia.....	53,6	46,2	61,2	42,7
Bahrein .....	82,0	70,7	73,8	62,0	Senegal .....	53,1	42,9	41,5	38,7
Qatar .....	81,4	77,2	82,0	57,3	Bulgaria.....	52,6	54,9	39,9	29,3
Bután .....	80,9	86,4	75,4		México .....	52,1	44,0	41,0	39,3
Eslovenia.....	80,4	84,2	82,5	82,7	Perú .....	51,5	56,5	58,5	56,0
Chipre.....	79,9	84,8	87,4	88,7	Panamá.....	51,0	45,1	54,1	33,3
Costa Rica.....	79,4	83,2	80,3	80,7	Belice .....	50,0	62,5	48,6	n.d.
Antigua y Barbuda .....	77,8	n.d.	n.d.	n.d.	Santo Tomé y Príncipe.....	50,0	63,0	15,8	n.d.
Guyana Francesa.....	77,8	n.d.	n.d.	n.d.	India.....	49,5	52,7	60,1	43,3
Martinica .....	77,8	n.d.	n.d.	n.d.	Suazilandia.....	49,0	48,9	59,0	n.d.
Taiwan .....	77,3	77,7	84,2	80,0	Lesoto .....	48,5	63,0	66,1	n.d.
Malta .....	76,8	68,5	78,7	66,0	Egipto .....	47,9	54,3	56,3	62,7
Italia.....	76,3	82,6	84,7	74,7	Siria.....	47,4	23,9	31,7	28,7
Uruguay.....	75,8	78,8	74,9	74,0	Nepal .....	46,9	40,2	30,1	48,0
Botswana.....	75,3	83,7	78,1	71,3	Mali.....	46,4	35,9	31,1	44,0
Granada.....	74,7	63,0	63,4	n.d.	Libano .....	45,9	36,4	47,0	52,0
Estonia.....	74,2	79,3	76,5	60,7	Rumania.....	45,4	38,0	44,3	51,3
Hungría.....	73,7	79,9	79,8	78,0	Etiopía.....	44,8	57,1	56,8	12,7
Grecia.....	73,2	81,0	83,1	70,7	Irán .....	44,3	32,6	27,9	23,3
Arabia Saudí .....	72,7	60,9	72,7	42,0	Turquía.....	43,8	47,8	65,6	61,3
Mauricio .....	72,2	75,0	71,0	75,3	República Dominicana .....	43,3	47,3	37,7	40,7
Dominica .....	71,1	48,9	48,6	n.d.	Ghana .....	42,8	40,8	43,2	36,0

CUADRO N.º 2 (continuación)

## CONTROL DE LA CORRUPCIÓN EN 195 PAÍSES ENTRE 1996 Y 2002, ORDENADOS POR PERCENTILES DE 2002

País	2002	2000	1998	1996	País	2002	2000	1998	1996
China.....	42,3	46,7	57,9	58,7	Papúa Nueva Guinea.....	20,6	8,2	24,0	48,7
Kiribati.....	40,2	33,2	34,4	n.d.	Cambodia.....	20,1	35,3	2,7	18,7
Micronesia.....	40,2	48,9	48,6	n.d.	Malawi.....	19,6	48,4	39,3	12,0
Tonga.....	40,2	48,9	48,6	n.d.	Uganda.....	19,1	18,5	29,0	32,0
Vanuatu.....	40,2	48,9	48,6	n.d.	Venezuela.....	18,6	31,0	21,3	28,0
Nicaragua.....	39,7	17,4	25,7	52,7	Congo.....	18,0	16,3	7,1	24,0
Jamaica.....	39,2	53,3	55,7	40,7	Ucrania.....	17,5	14,1	12,0	26,7
Colombia.....	38,7	39,7	30,6	37,3	Zambia.....	17,0	20,7	33,3	16,0
Guyana.....	38,1	43,5	55,2	44,0	Liberia.....	16,5	3,8	0,5	0,7
Filipinas.....	37,6	37,5	45,9	38,0	Cisjordania/Gaza.....	16,0	80,4	77,6	n.d.
Timor Oriental.....	37,1	n.d.	n.d.	n.d.	Tanzania.....	15,5	12,0	8,7	9,3
El Salvador.....	36,6	53,8	47,5	25,3	Mozambique.....	14,9	39,1	18,6	32,7
Gabon.....	36,1	25,5	11,5	4,7	Ecuador.....	14,4	13,6	19,1	26,0
Guinea.....	35,6	41,3	14,8	66,0	Burundi.....	12,9	2,7	15,8	n.d.
Ruanda.....	35,1	61,4	34,4	n.d.	República Centroafricana.....	12,9	12,5	34,4	n.d.
Bosnia Herzegovina.....	34,5	37,0	45,4	n.d.	Chad.....	12,9	33,2	14,2	n.d.
Benin.....	34,0	48,9	19,7	n.d.	Georgia.....	12,4	24,5	27,3	8,0
Guinea Bissau.....	33,5	42,4	32,2	12,7	Uzbekistán.....	11,9	21,7	7,7	11,3
Vietnam.....	33,0	23,4	28,4	30,7	Kenia.....	11,3	9,2	10,4	8,7
Togo.....	32,5	28,8	42,6	12,7	Kazajstán.....	10,8	19,0	13,1	22,7
Yemen.....	32,0	26,1	32,8	49,3	Tajikistán.....	10,3	4,9	3,8	2,7
Argelia.....	31,4	29,9	25,1	40,0	Azerbaiyán.....	9,8	6,5	5,5	16,7
Guatemala.....	30,9	29,3	23,5	18,0	Sudán.....	9,3	6,0	20,8	7,3
Armenia.....	30,4	22,8	23,0	30,0	Camerún.....	8,8	7,6	4,4	6,7
Pakistán.....	29,9	27,2	20,2	15,3	Niger.....	8,2	16,8	12,6	44,0
Macedonia.....	29,4	38,6	48,1	10,7	Bangladesh.....	7,7	30,4	43,7	36,7
Comoros.....	28,4	33,2	15,8	n.d.	Angola.....	7,2	2,2	4,9	10,0
Djibuti.....	28,4	12,5	15,8	n.d.	Indonesia.....	6,7	8,7	6,6	35,3
Argentina.....	27,8	44,6	59,6	54,0	Zimbabue.....	6,2	15,8	60,7	54,7
Honduras.....	27,3	28,3	21,9	17,3	Corea del Norte.....	5,7	14,7	33,9	44,0
Bielorrusia.....	26,8	57,6	29,5	20,0	Somalia.....	5,2	0,5	0,5	0,7
Yugoslavia.....	26,3	9,8	8,2	20,7	Turkmenistán.....	4,6	5,4	3,3	3,3
Sierra Leona.....	25,8	22,3	22,4	0,7	Paraguay.....	4,1	10,9	9,3	34,0
Bolivia.....	25,3	27,7	42,1	22,0	Laos.....	3,6	17,9	24,6	18,7
Libia.....	24,7	15,2	10,9	21,3	Nigeria.....	3,1	7,1	6,0	5,3
Gambia.....	24,2	56,0	40,4	66,0	Afganistán.....	2,6	1,1	n.d.	n.d.
Kyrgyz Istán.....	23,7	20,1	26,2	24,7	Myanmar.....	2,1	3,3	2,2	6,0
Albania.....	23,2	32,1	9,8	60,0	República democrática del Congo.....	1,5	1,6	0,0	0,0
Costa de Marfil.....	22,7	31,5	44,8	72,0	Iraq.....	1,0	4,3	1,6	4,0
Islas Salomón.....	22,2	48,9	34,4	n.d.	Haití.....	0,5	11,4	13,7	12,7
Moldavia.....	21,6	19,6	38,3	50,7	Guinea Ecuatorial.....	0,0	0,0	15,8	n.d.
Rusia.....	21,1	10,3	26,8	27,3					

Fuente: Base de datos del Banco Mundial, a la que se puede acceder desde la página web <http://www.worldbank.org/wbi/governance/capacitybuild>.

cuanto menos coercitivas sean las políticas económicas aplicadas, más fácil resultará adoptar comportamientos elusivos que limiten, y a la vez pongan de relieve, los perjuicios potenciales derivados de una política ineficaz o inapropiada. Por último, en lo que respecta a los funcionarios de los

bancos centrales, la independencia legal reduce el servilismo político. Cukierman *et al.* (1992: 380-381) miden el grado de autoridad y autonomía del que los funcionarios de los bancos centrales disponen en su intento de valorar la estabilidad, aun cuando este objetivo choque con otros

objetivos del gobierno. Por extensión, cuanto mayor sea la independencia del banco central de un país, en mayor medida están dispuestos sus contribuyentes a responsabilizar a sus mandatarios de los efectos macroeconómicos de las políticas de supervisión que el banco adopta.

Al igual que otro tipo de variables, la independencia de los bancos centrales y la libertad económica y de prensa guardan una importante correlación con el PIB per cápita, con un coeficiente que se eleva hasta el 0,70. Cuando aumenta la independencia de los bancos o desciende la represión económica, los agentes que aportan capital de la red de seguridad son más libres para responsabilizar a sus gestores de los costes que acarrear las diferentes políticas adoptadas.

### 6. Consecuencias de la entrada de bancos extranjeros

Para los 72 países que en 1999 se disponía de información sobre índices de concentración del mercado bancario, la ratio de concentración bancaria de las tres entidades con mayor cuota (indicador *CR3*) guardaba una correlación positiva con la represión económica ( $r \approx 0,30$  en cuatro de los índices de Heritage Foundation). Esta correlación entre la concentración del mercado bancario y la represión económica sugiere que el grado de competencia de los mercados bancarios nacionales aumenta cuando los clientes pueden operar con una mayor libertad.

La entrada de bancos extranjeros mejora la transparencia, el poder disuasorio y la responsabilidad en un contexto de debilidad estructural. En los países en los que hay muy pocos competidores y las barreras de entrada han resultado eficaces, las entidades establecidas tenderán a aplicar tipos de interés sobre créditos superiores al coste de financiación, y a pagar tipos de interés por los depósitos por debajo del coste marginal. Dada la posibilidad de extraer rentas de monopolio de sus clientes,

el margen de intermediación será elevado. Actualmente, la presencia de altos márgenes estimula la entrada de entidades del exterior. Esta entrada no sólo reduce los beneficios que obtenían las entidades locales, sino que además disminuye su valor y los sitúa por debajo del coste de haber influido políticamente para seguir obteniéndolos.

Para eludir que los funcionarios públicos eviten a la entrada del exterior, es necesario que los directivos establezcan un método factible para compartir, con políticos y reguladores, las rentas que han obtenido del gobierno. La deducción de los pagos que una entidad realiza para apoyar medidas de protección contra la entrada exterior produce lo que se denomina *renta reguladora de la red*.

A priori, el valor capitalizado de las rentas reguladoras proyectadas a futuro que obtiene una entidad establecida es un activo intangible que se refleja en los resultados, el precio de las acciones, la capitalización del mercado y la calificación crediticia. Sin embargo, cuando la rentabilidad de los bancos nacionales depende de los favores de funcionarios, los planes de compensación acarrear unos costes destinados al tráfico de influencias, equiparables a un impuesto, que (a medida que los mercados financieros se globalizan) finalmente terminan superando los beneficios que se podrían obtener si se hubiesen mantenido las restricciones. Los nuevos productos y canales de distribución amplían las posibilidades que presentan los clientes y las entidades extranjeras. Las rentas del monopolio crean incentivos para que ambos innoven sobre las restricciones establecidas por el gobierno. El progreso tecnológico ha obstaculizado de

forma continuada la eficacia de las barreras que los distintos países venían utilizando tradicionalmente. En un mundo caracterizado por los continuos avances tecnológicos, los mandatarios sólo pueden, como mucho, ralentizar la velocidad de entrada. Gracias a la mejora de las comunicaciones y la información, y a la globalización, el valor neto capitalizado de las rentas bancarias derivadas de la regulación han desaparecido prácticamente en aquellos países donde existían barreras infranqueables.

Con el paso del tiempo, la entrada de entidades extranjeras tiende a beneficiar a los usuarios domésticos, al poder acceder a entidades mejor reguladas que ofrecen tipos de interés de créditos y depósitos favorables. Esta senda de dependencia hace prácticamente imposible que a priori se pueda señalar el efecto que la concentración bancaria puede tener sobre el diseño de la red. Cuando la autoridad pretendió limitar la competencia para mantener los beneficios del sector, fue mayor el peso alcanzado por las entidades extranjeras. Por ello, un alto grado de concentración pone de manifiesto tanto el interés de los bancos nacionales en incrementar su peso político como la vulnerabilidad ante la competencia derivada de un contexto global.

### IV. DIFERENCIAS INTERNACIONALES EN EL DISEÑO DE LA RED DE SEGURIDAD

En ausencia de MT y MD, los depositantes deben observar los riesgos existentes desde las siguientes perspectivas:

1) por las pérdidas *del pasado*, que las entidades han gestionado, posiblemente en conniven-

cia con el regulador, ocultándolas al público;

2) por la exposición no aparente a *futuras* pérdidas, derivadas de la falta de liquidez, mala suerte, incompetencia, negligencia, fraude, corrupción o aturdimiento.

Para que la red de seguridad pueda proteger a los depositantes de estos riesgos de forma eficaz, sus gestores deben incorporar una serie de características a su diseño, que contrarresten la falta de transparencia y poder disuasorio que caracterizan a las transacciones financieras. Para que el resultado sea óptimo, es necesario que el razonamiento seguido para tomar decisiones sobre un modelo concreto sea transparente de cara a los contribuyentes, de forma que los analistas externos puedan cuestionar, e incluso impedir, que se tomen decisiones que puedan ir contra el interés general.

### 1. Fuentes de cobertura implícita

La diferencia más importante estriba en saber si las garantías otorgadas a los depositantes son parcialmente explícitas o, por el contrario, se han establecido implícitamente. Las garantías son explícitas cuando se plasman en obligaciones ejecutables que los depositantes pueden llevara cabo con cargo al activo de las entidades aseguradoras. Normalmente, los sistemas explícitos se financian mediante primas *ex ante* o valoraciones *ex post* impuestas a las instituciones que cumplen los requisitos necesarios. Aunque el sistema de garantía de depósitos implícito no está, por naturaleza, dotado de fondos, existe siempre que un gobierno haya aprobado la creación de una entidad. Las garantías son implícitas cuando su cumplimiento

está supeditado a la confianza, por parte del público, en el poder que los incentivos políticos ejercen sobre los líderes de la nación para proceder al pago de las fianzas o al rescate de los accionistas de los bancos que se declaran insolventes. Del sistema explícito emana un cierto grado de garantía implícita, reflejado en la discreción que las autoridades mantienen en el tratamiento concedido a las instituciones que atraviesan problemas. El inicio de una crisis bancaria crea los incentivos políticos necesarios para que, en un sistema implícito, los funcionarios en activo amplíen su capacidad reguladora, y los préstamos subvencionados y las coberturas de facto excedan de los límites formales establecidos en las leyes. En determinados países existen entidades propiedad del Estado. En estos casos, la gran mayoría percibe la garantía implícita al depósito como absoluta.

Políticamente, los sistemas de cobertura implícita suelen estar bastante arraigados entre los depositantes de los bancos públicos. Para analizar el efecto de esta asunción, hemos utilizado el índice internacional de importancia relativa de los bancos propiedad pública de La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999) —*GB*, índice de presencia del Gobierno en los órganos representativos de las entidades—. *GB* mide, tomando como referencia 1995, el porcentaje de activos totales mantenidos por las entidades públicas en relación con las diez principales entidades de un país. El valor de este índice se sitúa entre cero, en ocho países, y 100 por 100, en otros tres. El índice es especialmente alto en los países socialistas y ex-socialistas. El valor medio oscila en el 40 por 100 en los países de Oriente Medio, Asia y Latinoamérica, siendo notablemente inferior en los países «industrializados» de Europa.

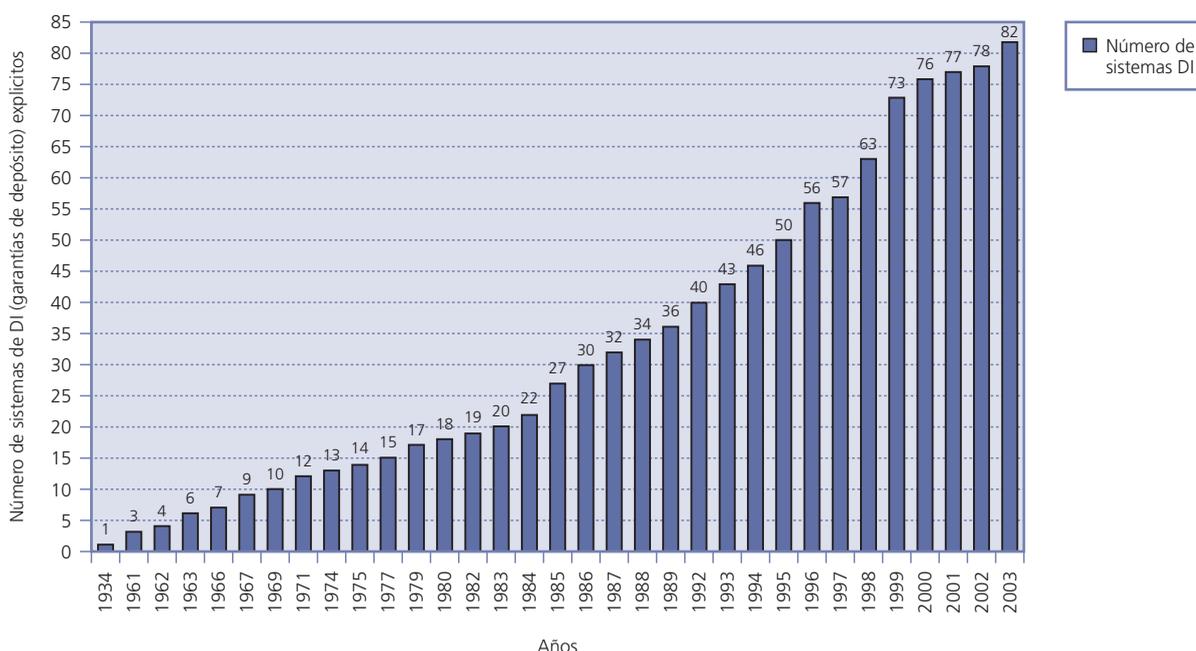
La variable *GB* se encuentra negativa y altamente correlacionada con el PIB, así como con todas las medidas de información, libertad económica y algunas variables representativas de la estructura corporativa. La existencia de estas correlaciones apoya la teoría de que la banca pública tiende a alcanzar una mayor dimensión en contextos donde la integridad informativa, el poder disuasorio y la responsabilidad son más débiles.

El seguro de depósitos implícito existe también en modelos explícitos, al poder pasar fácilmente por alto las limitaciones formales del apoyo gubernamental. Los mandatarios tienen la opción de ampliar la cobertura por encima de los límites que legislan los estatutos, siempre que esta iniciativa favorezca sus intereses políticos o burocráticos. Desgraciadamente, nunca faltan coberturas extracontractuales, a pesar de que la disciplina reguladora que se hubiera adaptado al mercado hubiera potenciado los intereses de los contribuyentes.

### 2. Difusión de los modelos explícitos

Como puede observarse en el gráfico 1, durante las cuatro últimas décadas el seguro de protección de los depósitos explícito se ha difundido rápidamente. Especialmente en Europa, donde las expectativas socioculturales y los acuerdos transfronterizos han supuesto que la garantía de depósitos forme parte de las responsabilidades básicas del gobierno. Este tipo de garantías protege a veces incluso del riesgo de devaluación monetaria, al garantizar las cuentas que se encuentran nominadas en otras monedas.

GRÁFICO 1  
TENDENCIA INTERNACIONAL EN LA ADOPCIÓN DE SISTEMAS DE GARANTÍA EXPLÍCITOS



En el cuadro n.º 3 se recogen los países que durante los últimos 25 años han adoptado en diferente grado y forma un sistema de garantía de depósitos explícito. En el esquema 1 se observa que este tipo de garantías formaba parte de la «práctica recomendada» de los modelos políticos que se promulgaron en los informes del FMI durante la última mitad de la década de 1990 (Lindgren, García, y Saal, 1996, y García, 1999). Actualmente, se reconoce que, en un contexto de falta de transparencia, poder disuasorio y responsabilidad, éstos no son modelos ni, mucho menos, «práctica recomendada» (Demirgüç-Kunt y Kane, 2002).

En contextos contractuales caracterizados por la existencia de información débil, resulta especialmente peligroso limitar la responsabilidad ética del depositante con objeto de velar por sus

intereses. La carencia de controles, así como su naturaleza ambigua, lleva a los depositantes a demandar una prima de riesgo acorde, en líneas generales, con la capacidad de asunción de riesgos de su entidad. Al proporcionar mecanismos burocráticos y políticos que camuflan la debilidad de ciertas entidades, disminuyen su ca-

pacidad de reacción ante la presencia de malas noticias. Cuanto más completo y fiable sea el intento del Gobierno o de las aseguradoras privadas por «blindar» a sus depositantes contra posibles pérdidas, menos interés presentarán éstos por vigilar los riesgos que sus entidades pueden asumir o realmente asumen.

ESQUEMA 1  
**PRÁCTICAS DE SEGURIDAD RECOMENDADAS,  
DISEÑO DE LA RED, SEGÚN PREVISIONES DEL FMI  
A MEDIADOS DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA**

- Todos los países deberían establecer garantías explícitas de depósito.
- El sistema de garantía tendría que incorporar al menos las siguientes características en su diseño:
  - Regulación prudencial.
  - Limitaciones de cobertura.
  - Afiliación obligatoria.
  - «Independencia» política de los reguladores.

CUADRO N.º 3

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/ REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunto = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>África:</b>										
Camerún	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$5.336	0	1	1
República Centroafricana	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$3.557	0	1	1
Chad	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$3.557	0	1	1
Congo	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$3.557	0	1	1
Guinea Ecuatorial	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$3.557	0	1	1
Gabón	1999	0	2	1	Depósitos y préstamos no rentables	0,15 de depts. + 0,5 de prest. no rent.	\$5.336	0	1	1
Kenia	1985	1	1	1	Depósitos	0,15	\$1.750	1	1	1
Nigeria	1988	1	1	1	Depósitos	0,9375	\$588/\$2.435	0	1	1
Tanzania	1994	1	3	1	Depósitos	0,1	\$376	0	0	1
Uganda	1994	1	1	1	Depósitos	0,2	\$2.310	0	0	1
<b>Asia:</b>										
Bangladesh	1984	1	1	1	Depósitos	0,005	\$2.123	0	0	1
India	1961	1	1	1	Depósitos	0,005	\$2.355	1	0	1
Corea del Sur	1996	1	1	1	Depósitos	0,05	\$14.600 pero plena hasta el año 2000	0	0	1
Islas Marshall	1975	0	1	1	Depósitos	Basada en el riesgo 0,00 a 0,27	\$100.000	1	1	0
Micronesia	1963	0	1	1	Depósitos	Basada en el riesgo 0,00 a 0,28	\$100.000	1	1	0
Filipinas	1963	1	1	1	Depósitos	0,2	\$2.375	1	1	1
Sri Lanka	1987	0	1	1	Depósitos	0,15	\$1.470	0	0	1
Taiwan	1985	0	1	1	Depósitos garantizados	0,015	\$38.500	0	0	1
Vietnam	2000									

CUADRO N.º 3 (continuación)

## DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/ REVISIÓN	AFILIACIÓN		ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunta = 2 Privado = 3								
<b>Economías socialistas en transición:</b>											
Albania	2002	n.d.	n.d.	1	n.d.	Depósitos	n.d.	2.000	n.d.	n.d.	0
Bielorrusia		1	1	1	Depósitos	0,5 hasta julio 2001, después pasa al 0,3	n.d.	2.764	n.d.	n.d.	1
Bosnia Herzegovina	1995	1	2	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo a 0,5		\$1.784	1	0	1
Croacia	1997	1	2	1	Depósitos garantizados	0,8		\$15.300	1	0	1
República Checa	1994	1	1	1	Depósitos garantizados	Bancos comerciales: 0,5, cajas de ahorro 0,1		Coaseguro a 11756	0	0	1
Estonia	1998	1	2	1	Depósitos hasta 2002	0,5 (máx)		Coaseguro 90 por 100 de 1383, pero ecu en 2010	1	0	1
Hungría	1993	1	2	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo a 0,3		Ecu 44.165 o \$4.565	1	0	1
Kazakstán	1999/2003	1	1	1	n.d.	1		2.599	1	n.d.	1
Latvia	1998	1	1	1	Depósitos garantizados	0,3		\$830 hasta el año 2000	1	0	1
Lituania	1996	1	1	1	Depósitos garantizados	1,5		\$6.250 después coaseguro	1	0	1
Macedonia	1996	0	2	1	Depósitos garantizados	1,5, basada en el riesgo de 1 a 5		Coaseguro 75 por 100 a \$183	1	0	1
Polonia	1995	1	1	1	Depósitos, también activos ajustados por el riesgo	No superior a 0,4		Ecu 1.000, después 90 por 100 coaseguro para sig. ecu 4.000	1	0	1

CUADRO N.º 3 (continuación)

## DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunto = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>Economías socialistas en transición</b> (continuación):										
Rumanía	1996	1	2	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo 0,3 a 0,6	\$3.600	1	0	1
Rusia	2003									
Serbia y Montenegro	2001									
República Eslovaca	1996	1	2	1	Depósitos garantizados	0,1 a 0,3 para bancos	\$7.900	1	0	1
Eslovenia	2003									
Ucrania	1998	1	1	1	Depósitos totales	0,5 más gastos especiales	\$250	1	0	1
<b>Oriente medio:</b>										
Bahrein	1993	1	2	0	Depósitos	Ex post	\$5.640	1	0	0
Chipre	2000									
Jordania	2000									
Kuwait		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Líbano	1967	1	2	1	Cuentas de crédito	0,05	\$3.300	0	1	1
Omán	1995	1	1	1	Depósitos	0,02	Coaseguro 75 por 100 a \$52.630	1	0	1
Turquía	1983	1	1	1	Depósitos de ahorro garantizados	Basada en el riesgo 1,0 a 1,2	Plena	1	0	1
<b>Latinoamérica y el Caribe:</b>										
Argentina	1971, 1979, 1995	1	3	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo, 0,36 a 0,72	30.000	1	0	0
Bahamas	1999	1	1	1	Depósitos garantizados	120 de 1 por 100	40.816	0	0	0
Bolivia	1999									
Brasil	1995	1	3	1	Depósitos garantizados	0,3	\$17.000	1	0	0

CUADRO N.º 3 (continuación)

## DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/ REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunta = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>Latinoamérica y el Caribe</b> (continuación):										
Chile	1986	1	1	0	No aplicable	Ninguna	Demanda de depósitos plena y 90 por 100 coaseguro a UF 120 de \$3.600 para depósitos de ahorro	1	0	2
Colombia	1985	1	1	1	Depósitos garantizados	0,3	Plena hasta 2001, después coaseguro a \$5.500	0	1	0
República Dominicana	1962	0	2	1	Depósitos	0,1875	Coaseguro a \$13.000	1	0	1
Ecuador	1999	1	1	1	Depósitos	0,65	Plena hasta 2001	1	1	n.d.
El Salvador	1999	1	1	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo, de 0,1 a 0,3	C 30.000	1	0	1
Jamaica	1998	1	1	1	Depósitos garantizados	0,1	\$5.512	1	0	1
México	1986	1	1	1	Todas las obligaciones	0,3 (máx) más 0,7 según sea necesario	Plena, salvo deuda subordinada hasta 2005	1	1	1
Paraguay	2003									
Perú	1992	1	2	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo desde 0,65 hasta 1,45	\$21.160	1	0	1
Trinidad & Tobago	1986	1	1	1	Depósitos	0,2	\$7.957	1	1	1
Venezuela	1985	1	1	1	Depósitos garantizados	2	\$7.309	0	0	1

CUADRO N.º 3 (continuación)

DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/ REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunto = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>Países industrializados:</b>										
Austria	1979	1	3	0	Depósitos garantizados	Pro rata, ex post	\$24,075 pero coaseguro para negocios	1	0	1
Bélgica	1974	1	2	1	Obligaciones garantizadas	0,02 + 0,04	Ecu 1500, 20000 en el año 2000	1	0	1
Canadá	1967	1	1	1	Depósitos garantizados	0,33 máx	\$40.770	0	1	1
Dinamarca	1988	1	2	1	Depósitos garantizados	0,2 (máx.)	ecu 20000	1	0	1
Finlandia	1969	1	3	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo: 0,05 a 0,3	\$29.435	1	0	1
Francia	1980	1	3	0	n.d.	A demanda pero limitado	65387	1	0	0
Alemania	1966	1	3	1	Depósitos garantizados en bancos comerciales DIS, activos ponderados por el riesgo en otros DIS	El oficial es 0,03 pero se puede doblar	Privado: 30 por 100 de capital; coaseguro oficial 90 por 100 a ecu 20.000	1	0	0
Gibraltar	1998	1	2	0	Depósitos garantizados	Gastos admon. y ex post	Inferior al 90 por 100 coaseguro de ecu 20.000	1		0
Grecia	1993	1	2	1	Depósitos	Desciende en tamaño: 0,0025 a 1,25	20.000 ecu	1	0	0
Islandia	1985	1	1	1	Depósitos garantizados	0,15	Ecu 20.000	1	0	0
Irlanda	1989	1	1	1	UE y aspirantes (AEE), es decir, depósitos garantizados	0,2	Coaseguro 90 por 100 a ecu 15.000	1	0	0

CUADRO N.º 3 (continuación)

## DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELO DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/ REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunta = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>Países industrializados</b> (continuación): Isla de Man	1991	1	1	0	Depósitos	La superior de 25,000 £ & 0.0125 por 100 de base de dep. sujeta a contr. Máxima anual de 250,000 £	El superior de \$24.941 o 75 por 100 de importe depositado	1	0	0
Italia	1987	1	2	0	Fondos protegidos ajustados según cuantía y riesgo	Riesgo ajustado ex post 0,4 a 0,8	\$125.000	1	0	1
Japón	1971	1	2	1	Depósitos garantizados	0,0048 + 0,036	\$71.000, pero plena en la última crisis	0	0	1
Liechtenstein	1992/2003	1	1	1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0
Luxemburgo	1989	1	3	0	Depósitos garantizados	Ex post	Coaseguro 90 por 100 a ecu 15.000 en 1999, después a ecu 20.000	1	0	0
Malta	2003									
Países Bajos	1979	1	1	0	Caso a caso	Ex post	Ecu 20.000	1	0	1
Noruega	1961	1	3	1	Activos ponderados y depósitos totales	0,005 activos 0,01 depósitos	\$260.800	1	0	1
Portugal	1992	1	1	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo 0,08 a 0,12 + más en caso de emergencia	Ecu 15.000, coaseguro a ecu 45.000	1	0	1

CUADRO N.º 3 (continuación)

## DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MODELOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITO

SISTEMAS DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO	FECHA DE APROBACIÓN/REVISIÓN	AFILIACIÓN	ADMINISTRACIÓN	FINANCIACIÓN	BASE DE CÁLCULO O PRIMAS	PRIMA ANUAL	LÍMITE DE COBERTURA	MONEDA EXTRANJERA	DEPÓSITOS INTERBANCARIOS	FUENTE DE FINANCIACIÓN
		Obligatoria = 1 Voluntaria = 0	Oficial = 1 Conjunto = 2 Privado = 3	Financiado = 1 No financiado = 0		Porcentaje de base	En ecu (euros) o dólares de EE.UU.	Si = 1 No = 0	Si = 1 No = 0	0 = Sólo entidades 1 = Entidades y Gobierno 2 = Sólo Gobierno
<b>Países industrializados</b> (continuación):										
España	1977	1	2	1	Depósitos garantizados	Máx. de 0,2	Ecu 15,000 en 1999, después ecu 20.000	1	0	1
Suecia	1996	1	1	1	Depósitos garantizados	Basada en el riesgo, 0,5 primero, 0,1 después	Ecu 28.663 \$31.412	1	0	1
Suiza	1984	0	3	0	Partidas del balance	A demanda	\$19.700	0	0	0
Reino Unido	1982	1	3	0	Depósitos garantizados	A demanda	Más de 90 por 100 coaseguro hasta \$33.333 o ecu 22.222	1	0	0
Estados Unidos	1934	1	1	1	Depósitos domésticos	Basada en el riesgo, 0,00 a 0,27	\$100.000	1	1	1

Nota: Los espacios en blanco y n.d. indican el detalle del modelo de garantías de depósito, que el Banco Mundial aún no ha determinado o verificado. Véase Demirgüç-Kunt y Sobaci (2000) para obtener más calificaciones, así como una explicación adicional. Fuente: Demirgüç-Kunt y Sobaci (2000), datos actualizados por Luc Laeven, del Banco Mundial, a 6 de febrero de 2004.

Más de la mitad de los países del mundo se limitan a ofrecer garantías implícitas. Económicamente, Hovakimian, Kane y Laeven (2003) muestran que las dificultades del país influyen negativamente en el sistema de protección de los depósitos en las economías donde se aplican garantías explícitas. Para que las garantías explícitas sobre los depósitos mejoren el bienestar social, la cultura reguladora debe poseer la solidez necesaria para impulsar a las autoridades a generar una disciplina de supervisión que pueda reemplazar a la disciplina privada desplazada por sus garantías de depósito. Atenuar la inquietud del depositante puede acarrear que los problemas de insolvencia de las entidades bancarias deriven en otros que no presentan solución, salvo que la cultura reguladora se centre en la pronta resolución de las dificultades de supervisión.

Como puede observarse en los cuadros n.ºs 2 y 3, el control de la corrupción ayuda a predecir con mayor fiabilidad la introducción de garantías explícitas de depósito. Sin embargo, el control de la corrupción no es condición necesaria ni suficiente para incluirlas en la red de seguridad. Una tercera parte de los países englobados en las tres cuartiles inferiores del cuadro n.º 2 ofrecen garantías explícitas, mientras que un tercio de los 40 países caracterizados por la presencia de contextos con una menor corrupción no lo hacen. Sin embargo, están experimentando importantes cambios como consecuencia de las presiones creadas por los organismos internacionales. Por ejemplo, los países europeos del Este se han esforzado por cumplir los requisitos necesarios para su entrada en la Unión Europea, y entre estos criterios se incluía el seguro de garantía de depósitos explícito. Del mismo modo, a lo largo de la dé-

cada de los noventa, el personal del FMI animó a países latinoamericanos y asiáticos a trabajar con sistemas de garantía de depósitos explícitos en sus crisis bancarias, como vía para evitar las garantías ilimitadas que aparecían en los momentos álgidos de la crisis.

### **3. Riesgos específicos asociados a la introducción de garantías de depósitos explícitas en condiciones de dificultad**

En épocas de recesión, el seguro de depósitos pueden llegar a bloquear la salida de las entidades insolventes. En lugar de acelerar el saneamiento de las entidades con dificultades financieras, o no rentables, en ocasiones, por presiones políticas, los reguladores estrechan el «embudo de salida» de la industria. Esta situación suele darse, sobre todo, cuando los políticos pretenden mantener el crédito concedido por estas entidades a los programas que desean llevar a cabo. La posibilidad de emitir depósitos garantizados da lugar, únicamente, a una prolongación artificial de su actividad, manteniendo niveles de riqueza netos que en otras situaciones serían demasiado reducidos como para garantizar su actividad.

En Estados Unidos, la presión que se empezó a imponer a mediados de la década de 1960 no comenzó a remitir hasta bien entrada la década de 1980, momento en el que se produjo una verdadera eclosión de salidas de instituciones de depósito. En aquella época, la mayoría de las entidades que abandonaban la industria eran instituciones zombi, cuya situación debía haberse solucionado con anterioridad. En relación con el resto, algunas eran instituciones marginales que hubieran podido mantenerse si los

responsables de la red de seguridad no hubiesen permitido que sus márgenes y su riesgo asumido se vieran tan deteriorados.

Cuando el sistema de garantía de depósitos demora la salida de instituciones con problemas, se desalienta la entrada de nuevas instituciones, además de obligar a competidores y contribuyentes (aportadores de capital a la red) a respaldar las arriesgadas apuestas de las entidades en dificultades. La fianza de las instituciones zombi distorsiona el nivel de reservas del capital, al fomentar la concesión de préstamos a empresas de alto riesgo y abrir la posibilidad de que los contribuyentes puedan participar en los beneficios de la industria. A los contribuyentes se les exige que se hagan cargo de las futuras pérdidas, pero no se les deja participar en las ganancias. La mayor retribución que puede obtener el contribuyente por recuperar una entidad se limita a no tener que seguir financiando sus acuerdos de rescate.

El sistema de garantía de depósitos explícito es especialmente peligroso cuando se introduce en circunstancias de crisis. Normalmente, adoptarlo como medida de emergencia sólo sirve para reducir el riesgo de que la situación se agrave. En estado de crisis, las autoridades aseguradoras rara vez muestran la potestad necesaria para supervisar y elaborar directivas encaminadas a compensar la disciplina del depositante que su poder disuasorio va a desplazar. Incluso cuando el poder disuasorio del asegurador es suficiente, no se responsabiliza adecuadamente a los gestores de la red de seguridad para que utilicen estas fuerzas en interés de la sociedad en su conjunto. Cuando se adquiere cierto compromiso sobre estas características críticas del modelo, el sistema de garantía de

depósitos explícito estimula a las entidades bancarias nacionales a desviar un importante volumen de recursos a la concesión de financiación a inversiones a largo plazo de elevado riesgo, canalizando el ahorro nacional de forma no óptima, reduciendo el valor descontado del valor agregado de las reservas de capital.

El problema es la miopía del Gobierno. Los beneficios inmediatos del rescate del sistema bancario comienzan a percibirse en el momento en que el control de la supervisión y los incentivos al riesgo a largo plazo dejan de ser urgentes. Cuando el sistema bancario de un país ha experimentado grandes pérdidas, sus accionistas ejercen presión para recibir una transferencia masiva de recursos del Estado. La introducción de garantías de depósito explícitas es una buena vía para que los accionistas encubran la dimensión de los subsidios obtenidos. Las garantías gubernamentales pueden rescatar a un sistema bancario dañado de muerte sin que, acto seguido, los políticos tengan que reconocer la dimensión de las pérdidas o imponer nuevos gravámenes. Puesto que las garantías explícitas reducen la preocupación del depositante en materia de transparencia y poder disuasorio, las prácticas bancarias inapropiadas y corruptas tienden a aumentar, a menos que se introduzcan las reformas pertinentes que, de manera adecuada, fortalezcan la supervisión bancaria aplicada por el gobierno.

Partiendo de estas cuestiones, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998 y 2002) concluyen que, bajo el control del impacto de las fuerzas exógenas que genera la crisis, la probabilidad de ocurrencia de crisis bancaria es superior en los países que han adoptado un sistema de garantías de depósito explícito que

en los países cuyas garantías son de carácter implícito. Estos mismos autores (1999) muestran que las crisis bancarias abiertas ocurren con una mayor probabilidad cuando se eliminan las restricciones de tipos de interés máximos que pueden obtener los depositantes, así como en aquellos países en los que «la aplicación de la ley es débil, la corrupción está extendida, la burocracia es ineficiente y los mecanismos de ejecución de los contratos son ineficaces». En contextos que presentan estas características, no resulta sencillo poder identificar de manera inmediata a las instituciones que presentan problemas de capitalización, ni someterlas a disciplina con objeto de evitar pérdidas masivas por parte de las compañías aseguradoras y de los contribuyentes-propietarios. La combinación de una cobertura prácticamente completa y la demora en la toma de decisiones aumenta la permisividad de los depositantes para tolerar que las instituciones con problemas incrementen su perfil de riesgo, hasta que su nivel de pérdidas agregadas sea tan elevado que el sistema de garantías no lo pueda seguir soportando.

#### 4. Características deseables y no deseables de la red de seguridad

En principio, determinadas características del sistema de garantías de depósito pueden reducir la capacidad de las entidades para explotar la debilidad en materia de transparencia, poder disuasorio y responsabilidad. Se puede generar disciplina de mercado aumentando el número de agentes privados responsables de absorber una «cuota de las pérdidas» por insolvencia asumida por las entidades. En la práctica, los que soportan las pérdidas son los gran-

des depositantes, empresas acreedoras o tenedores de deuda subordinada. El valor que representa para la sociedad la incorporación de esta característica al diseño del sistema reduce la credibilidad de dos tipos de expectativas: 1) que el personal del Gobierno obligue a las partes a asumir sus responsabilidades contractuales, y 2) que los agentes privados que comparten las pérdidas no se mantengan al margen si el Gobierno les expone a asumir mayores riesgos.

Existen varias formas de aumentar el grado de exposición al primero de ellos. Una de ellas es conseguir que los agentes suscriban y gestionen parte de los riesgos asumidos, inherentes al sistema de garantías de depósito. Por ejemplo, las cámaras de compensación de los mercados de valores y de materias primas operan en una red de seguridad privada en la que se comprometen a absorber las pérdidas que los comerciantes puedan sufrir a causa de una liquidación errónea. En el cuadro número 3, en la columna «Administración», donde aparece un 2, el sistema de garantías de depósito está administrado de forma conjunta por entidades privadas y públicas; donde aparece un 3, la responsabilidad es plenamente privada. En los cuadros n.ºs 3 y 4, se puede observar que de los once países cuyos mercados de valores poseen los índices más altos en cuanto a eficacia e integridad, siete incorporan características privadas en su red de seguridad bancaria (Siow y Aitken, 2003).

Una segunda forma de adscribir entidades privadas, con objeto de restringir el riesgo bancario, es emplear los límites de exclusión y cobertura de modo que ésta última sea incompleta. La mayoría de los países especifica formalmente un límite superior sobre el tamaño de los depósitos asegurados.

En términos relativos, un número reducido de países cubren depósitos interbancarios, aunque es muy común garantizar las cuentas denominadas en moneda extranjera. Un mecanismo contractual para controlar el peligro moral, similar a los límites de exclusión y cobertura que utilizan las compañías aseguradoras privadas, es el coaseguro (Calomiris, 1999; Kane, 1995). En el coaseguro es imprescindible que la parte asegurada soporte una determinada parte del valor destruido cuando se produce alguna contingencia generadora de pérdidas.

Aunque los beneficios derivados del control del riesgo a través de límites de cobertura y coaseguros requieren de una ejecución garantizada, pueden materializarse sin convertir al pequeño depositante en tenedor de deuda. La entidad garante de los depósitos puede eximir a las pequeñas cuentas, y estructurar la responsabilidad de coaseguro de los depositantes más importantes a través de una combinación de deducciones fijas y porcentajes en cada reclamación de reembolso. Lo más importante es proporcionar al accionista privado los incentivos y la información necesaria para controlar la asunción de riesgos bancarios. En el cuadro n.º 3 se puede observar cómo sólo en quince países se exige a los depositantes que coaseguren las pérdidas de la red de seguridad.

## V. COMBINACIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS INDIVIDUALES DE CADA PAÍS Y DE SU MODELO DE GARANTÍAS DE DEPÓSITO

La teoría de los contratos señala que las partes contratantes persiguen minimizar los costes de agencia. Black, Miller y Posner (1978) conciben los sistemas de ga-

CUADRO N.º 4

**RANKING DE 25 MERCADOS DE VALORES ATENDIENDO A SU INTEGRIDAD Y EFICIENCIA**

Mercado	Integridad	Eficiencia
Deutsche Boerse-Xetra (electrónico) .....	4	3
New York Stock Exchange .....	10	1
Stockholmborsen .....	5	7
Toronto Stock Exchange .....	7	5
Helsinki Stock Exchange .....	3	11
Borsa Italia .....	11	4
Deutsche Boerse-Frankfurt .....	1	14
Copenhagen Stock Exchange .....	8	12
Euronext Paris .....	19	2
London Stock Exchange .....	14	8
New Zealand Stock Exchange .....	6	16
Tokyo Stock Exchange .....	17	6
Cyprus Stock Exchange .....	2	23
Hong Kong Stock Exchange .....	16	10
Australian Stock Exchange .....	15	13
Singapore Stock Exchange .....	13	17
Cairo & Alexandria Exchanges .....	9	22
Taiwan Stock Exchange .....	22	9
NASDAQ Stock Market .....	20	15
Philippines Stock Exchange .....	12	25
Oslo Bors .....	18	20
Istanbul Stock Exchange .....	21	19
Kuala Lumpur Stock Exchange .....	23	18
American Stock Exchange .....	25	21
Jakarta Stock Exchange .....	24	24
<b>Correlación .....</b>	<b>0,226</b>	

Fuente: Siow y Aitken (2003: 20).

rantía de depósitos de un país desde la perspectiva de los depositantes. De este modo, se constata que, en ausencia de presiones externas generadas por las instituciones internacionales, los gestores *sensatos* de los respectivos países diseñan la red de seguridad para reducir las deficiencias en materia de transparencia y disuasión a las que se enfrentan los depositantes, teniendo en cuenta el entorno financiero y económico del país.

Sin embargo, la *sensatez* de los gestores en relación con la transparencia, el poder disuasorio y la responsabilidad varía según el país de procedencia. Hovakimian, Kane y Laeven (2003) muestran que, en contextos caracterizados por la presencia de instituciones débiles y el suficiente grado de solidez

como para controlar el riesgo moral existente, es menos probable que las autoridades establezcan normas aplicables al reparto de pérdidas. Esto implica que la Unión Europea, el FMI y el Banco Mundial deberían recomendar cambios en la estructura de la red de seguridad de los países, una vez analizado el efecto que estos cambios podrían producir en el grado de transparencia, de poder disuasorio y de responsabilidad.

### 1. Responsabilidad sobre la cobertura implícita como componente del diseño del sistema

La inversión de los contribuyentes en la red de seguridad consiste en la responsabilidad fiscal

contingente materializada en su apoyo explícito o implícito a las garantías que se ofrecen a través de sus sistema de seguro. De no existir dicha contribución, los gestores de los sistemas de garantías de depósitos privados y públicos tendrían que aumentar los recursos destinados a garantizar el cumplimiento de los compromisos contractuales de las partes contratantes (Merton y Perold, 1993). El valor capitalizado del ahorro anual de este tipo de costes de empresa se puede definir como el «capital de riesgo» que los contribuyentes aportan al sistema de garantías de depósitos. Salvo que este capital de riesgo genere importantes resultados en términos de beneficios de la red de seguridad sobre la sociedad, los sistemas de garantías de depósitos subvencionan inexorablemente la asunción de riesgos.

Los gestores de la red de seguridad se enfrentan, en el desarrollo de sus funciones, al siguiente dilema. Por un lado, deben ser capaces de minimizar el riesgo derivado de una crisis bancaria. Por esta razón, los reguladores que se muestran más ávidos en esta materia reciben el reconocimiento de las entidades y del organismo al que pertenecen. Por otro lado, los reguladores también deben ser capaces de minimizar los costes financieros de las entidades con problemas y de someter a todas las entidades a la disciplina que establece el mercado. Sin embargo, los reguladores que atajan los problemas presentados por las entidades más débiles con mayor transparencia, contundencia, y disciplina corren el riesgo de que se les culpe de agravar los problemas financieros.

Una vía racional para resolver este *trade-off* es eliminar las pruebas que manifiestan la debilidad de las entidades implicadas y rela-

jar los requisitos en materia de capital al que se enfrentan las entidades, si los gestores de la red de seguridad tienen previsto permanecer poco tiempo en el cargo y mejorar su reputación y posición burocrática a costa de la industria. La resolución de este conflicto de incentivos no resulta sencillo. A menos que las decisiones de regulación se tomen en un contexto MT-MD para los contribuyentes, a los gestores de la red de seguridad no se le puede conceder una responsabilidad completa sobre la gestión de la participación económica del contribuyente en dicha red de seguridad. Los esfuerzos encaminados a privatizar la exposición al riesgo, aunque útiles, nunca pueden ser completos, porque hasta un sistema de garantías de depósitos gestionado y financiado por fuentes privadas disfruta del respaldo implícito del contribuyente. El contribuyente es como un convidado de piedra que dota fondos al sistema sin recibir el reconocimiento formal de la red de seguridad.

En la medida en que el contexto informativo lo permita, resulta necesario responsabilizar a los gestores del seguimiento, valoración y administración adecuada de las pérdidas globales a las que se expone el contribuyente. Sin embargo, la dificultad de aplicar este principio en contextos donde la información no es del todo fiable, y existe una elevada corrupción, puede determinar que la introducción de garantías explícitas desemboque en la sustitución de un esquema público por un sistema privado de protección.

La independencia política de los gestores del sistema no resulta suficiente para evitar la aparición de este tipo de problemas. En contextos caracterizados por una baja credibilidad, los responsables de los sistemas de garantía deben in-

corporar una serie de incentivos que se materialicen en una sólida disciplina a aplicar por parte de los gestores, así como los correspondientes a las entidades bancarias. En este sentido, un excelente punto de partida lo constituye la adopción de medidas tendentes a lograr una mayor visibilidad de los riesgos declarados. En concreto, a los altos directivos de las entidades bancarias acogidas al sistema se les podría imponer la obligación de certificar personalmente al mercado las estimaciones del valor neto de las entidades, y de informar a los reguladores, con cierta celeridad, de cualquier cambio sustancial que se produzca tanto en el grado de exposición al riesgo como en el valor neto. Cuando el contraste de la información resulta excesivamente dificultoso, las entidades aseguradas deberían mantener niveles de capitalización proporcionalmente más altos, estando sus gestores sujetos a graves penalizaciones en caso de ocultar información al respecto.

La disponibilidad de información de calidad sobre el capital bancario y el grado de exposición al riesgo permite asignar a los reguladores públicos dos tareas específicas adicionales: 1) reproducir las estimaciones contables del valor del coste de oportunidad asociado al grado de exposición al riesgo de los depositantes asegurados, y 2) adaptar las primas de riesgo y la intervención reguladora para controlar el riesgo transmitido por las entidades bancarias al asegurador. Se podría establecer una responsabilidad sobre actividades, supervisando estrechamente los cálculos de los reguladores a través de una auditora privada e internacional, y ofreciendo a las máximas autoridades de cada país en esta materia una compensación, a cuya obtención perderían el derecho en caso de que el análisis de la infor-

mación y los posteriores acontecimientos mostraran la falsedad de los cálculos efectuados en materia de riesgo por parte de las entidades auditadas.

Del mismo modo, se puede reducir el conflicto de incentivos, restringiendo los beneficios obtenidos por los accionistas de las entidades insolventes. En la práctica, se puede ajustar la rentabilidad obtenida ampliando la responsabilidad del accionista en la liquidación de las pérdidas por encima del capital desembolsado a escala corporativa. Algunos de los países no industrializados (a los que se unen el reino Unido y los Estados Unidos y Canadá) adoptaron esta medida cuando sus sistemas de contratación no se encontraban tan desarrollados.

La extensión de responsabilidades presenta como ventaja el aumento del nivel de transparencia, poder disuasorio y responsabilidad. El incremento del nivel de transparencia se deriva de los indicios de fortaleza o debilidad de las instituciones a partir de la variación del precio de sus acciones en Bolsa. La ampliación de responsabilidades implica, igualmente, que los derechos de liquidez que presenta el asegurado sobre las entidades con problemas de solvencia recaen sobre el patrimonio de los accionistas. Comparando la situación con el esquema correspondiente a una empresa de responsabilidad limitada, se tiene que el poder disuasorio se ve incrementado al responder con los bienes personales del accionista cuando administradores y reguladores entienden que la magnitud de la insolvencia es tal que se debe llevar a cabo su disolución. Dichas contingencias quedan recogidas en el valor que alcanzan las acciones en el mercado. La repercusión sobre el precio de las acciones de las entidades solventes será mínima, ya

que los riesgos asumidos se encuentran cubiertos mediante sus recursos propios. Sin embargo, la potestad del regulador se incrementa notablemente si la entidad comienza a asumir riesgos carentes de garantía o sufre serias dificultades. En este sentido, el incremento del grado de respuesta del precio de las acciones de las entidades bancarias ante los potenciales cambios en los beneficios obtenidos, así como en su volatilidad y la ampliación de responsabilidades, desembocaría en la aparición de *fuertes presiones* de los accionistas que perciben que su entidad presenta problemas económicos.

A través de esta especie de liquidación de valores, se incrementa el poder disuasorio de los mecanismos de los que disponen los gestores de la red de seguridad, al poder identificar aquellas entidades con dificultades antes de que se produzca la quiebra. La magnitud de dicho efecto será especialmente importante en aquellos contextos contractuales donde el precio de las acciones reaccionen, inmediatamente ante la percepción de información no favorable.

Del mismo modo, la responsabilidad de los entes reguladores se verá incrementado, ya que los movimientos bruscos a la baja del precio de las acciones se traducirán en la aparición de una cierta presión pública que obligará a los reguladores a analizar y poner en marcha la adopción de medidas de saneamiento. Junto a ello, el mantenimiento de las medidas reguladoras y sus efectos incrementará el valor de la información percibida por los accionistas, contribuyentes y medios de comunicación financieros.

La posesión de plena certeza y cobertura de las deudas contraídas por las entidades en quiebra

que optan por la adopción de responsabilidad limitada requiere el depósito de los títulos mantenidos por los acreedores en los bancos centrales (1). En este caso, los accionistas podrían aportar las acciones como colateral, garantizando la cobertura de los riesgos asumidos, llevándose a cabo su valoración de forma centralizada. Así, una caída en su valor global por debajo de cierto umbral exigirá su inmediata reposición. En caso contrario, la entidad que actúa como custodia posee plena capacidad para proceder a la enajenación de los títulos valores.

En aquellas economías que carecen de integridad informativa ética, la ampliación de responsabilidades constituye una solución elegante a los problemas derivados de la variación del riesgo garantizando a los depositantes. Al insinuar la ruptura del vínculo existente entre los intereses de los banqueros y los reguladores, mejoraría la calidad del contexto contractual en su vertiente tanto pública como privada. Por supuesto, éste es el aspecto que presenta mayor dificultad desde el punto de vista político. Cabe esperar que los accionistas de las entidades bancarias se resistan ante el intento de establecer restricciones a la capacidad de mantener el nivel de riesgo soportado. Junto a ello, resulta plausible esperar que los reguladores corruptos defieran el mantenimiento de la responsabilidad limitada asumida, ante las reacciones provocadas por el establecimiento de subvenciones al riesgo. De igual modo, la ampliación de responsabilidades representa una alternativa factible a la supervisión de la actividad bancaria más intrusiva por parte del gobierno, siendo una estrategia que perjudicaría ligeramente a aquellas entidades que mantienen una buena «salud financiera».

## 2. Conveniencia de validar los procedimientos aplicados en situaciones de crisis

Cuando falla la red de seguridad en el circo, sus gestores se enfrentan a un desastre que presenta múltiples dimensiones: un equilibrista malherido o fallecido, los espectadores impresionados, traumatizados, presas del pánico; en definitiva, una situación de confusión que es necesario contener antes de que se convierta en una auténtica catástrofe. Si el personal del circo no ha realizado un simulacro del procedimiento que debe seguir para la contención y solución de este tipo de situaciones, es muy probable que no actúen adecuadamente, al no atender en primer lugar a los casos prioritarios ni llevar a cabo una correcta coordinación.

La ruptura de la red de seguridad financiera de un país, o presencia de ciertos temores que lo confirman, da lugar a la aparición de problemas de prioridad y coordinación. Aunque el objetivo fundamental de la gestión de una quiebra de una entidad en crisis es el establecimiento de un plan de resolución, se suele obviar la etapa de prevención. Cuando el sistema de prevención no puede evitar la situación, las entidades quiebran. El segundo objetivo de una crisis es encontrar soluciones a la situaciones de insolvencia. Su resolución requiere determinar la cuantía y la asignación de las pérdidas. Su establecimiento por parte de las autoridades de manera eficaz requiere el establecimiento de un rango de prioridades y procedimientos justificables capaces de reproducirse en futuras ocasiones. Estas prioridades son el rescate y el *triage*. Organizar y atender a las instituciones damnificadas debe ser el primero de los objetivos. El segundo de ellos

debe ser el control de la imagen dentro del sector. Cuando en el sector se tienen pruebas de que el control de la situación se está llevando a cabo de manera eficaz, los empleados de las entidades deben asumir la carga de entregar a los depositantes sus ahorros, suministrando información de forma ordenada. El tercer objetivo es restablecer la situación en el menor tiempo posible.

### 2.1. Rescate y triage

En situaciones de urgencia, no se puede esperar a las decisiones adoptadas por parte de los máximos responsables de la red de seguridad. En estos casos, se debe respetar y apoyar la autonomía de los grupos de supervisión (potencialmente evaluables). Las dificultades derivadas del cambio de una estructura jerárquica, en la que las decisiones se toman de forma burocrática, a otra descentralizada, de respuesta inmediata, explica por qué los funcionarios públicos no pueden presumir de elaborar modelos eficaces de gestión de quiebras.

A la toma de decisiones referentes al tratamiento de una urgencia sanitaria se le denomina *triage* (selección). El *triage* comienza con la valoración de las necesidades específicas de cada uno de los pacientes. Con ello, se pretende determinar la ayuda que se necesita prestar y aquellos casos en los que no se puede hacer nada. Un segundo objetivo viene dado por el establecimiento de prioridades para el tratamiento de aquellos pacientes que requieren asistencia específica. En este sentido, los recursos médicos disponibles se deben asignar a aquellas actividades que reporten mayores beneficios. De este modo, hay que comenzar operando de urgencia a los heridos de gravedad

que se encuentren entre la vida y la muerte, o bien susceptibles de empeorar en caso de no proceder inmediatamente. El personal no médico debe ofrecer los servicios de primeros auxilios a los pacientes que no se encuentran en estado crítico, hasta que requieran un tratamiento más exhaustivo.

En una crisis bancaria, las «víctimas» son los accionistas, los empleados, los depositantes y los acreedores de las entidades nacionales. No se puede esperar que las autoridades consideren eficazmente cada caso en particular a menos que previamente se haya formulado un plan integrado de crisis y hayan facilitado la correspondiente formación al personal. El personal regulador debe estar preparado para reaccionar ante los primeros vestigios de crisis sin tener que esperar a la recepción de órdenes específicas por parte de sus superiores.

Los inspectores bancarios deben tener acceso a los datos, y la experiencia necesaria para evaluar la dimensión de una situación de quiebra. El personal de supervisión debe dividirse en equipos especializados que sean capaces de determinar (ante una institución que sufra unas pérdidas que revelen una posible situación de falta de liquidez) el grado de ayuda que requieren los diferentes accionistas de la institución para la solución. Sin esta información, los altos funcionarios no serían capaces de ponderar hasta qué punto es razonable obligar a los contribuyentes a que presten su ayuda.

En medio de una situación de urgencia, es fácil darse cuenta de que no tiene sentido invertir los escasos recursos quirúrgicos en suturar las heridas o colocar los huesos rotos. De igual forma, los funcionarios deben ser conscientes de que no tiene sentido poner el era-

rio público a disposición de los intereses particulares, con objeto de mantener la posición de los accionistas y los tenedores de deuda subordinada, y seguir manteniendo los elevados sueldos de los directivos de las entidades que se encuentran en situaciones de crisis.

Hasta que se determine la dimensión de la crisis, debe suspenderse el acceso de los depositantes a sus fondos. Desde el punto de vista administrativo, los depositantes asegurados deben tener garantizado el acceso tan pronto como sea posible, mientras que debería establecerse un grado mínimo de cobertura para los no asegurados. Hasta qué punto habría que rebajar la posición de otros acreedores asegurados («corte de pelo») dependerá de la profundidad (y el margen de error) de las valoraciones de las pérdidas que los inspectores determinen. Los procedimientos empleados para establecer la fracción negociable de las diferentes cuentas de depósito deberían basarse en técnicas conservadoras cuya aplicación se haya puesto en práctica previamente. Los inspectores deberían estar preparados para calcular el porcentaje mínimo de depósitos no asegurados que se podría recuperar a partir de una liquidación metódica de la cartera de activos materiales de la entidad. El resto de depósitos deben ser inmovilizados a medida que se vayan calibrando con mayor exactitud la profundidad de la situación y los elementos intangibles de cada institución insolvente.

La forma más directa de conservar la liquidez de los depositantes de la entidad es garantizar a los clientes asegurados y no asegurados que se están firmando acuerdos para otorgarles acceso directo o indirecto a los fondos del banco central, sobre la base del valor recuperable de sus reclamacio-

nes a la entidad y su asegurador. Un aspecto esencial para lograr garantizar el acceso a la liquidez de las cuentas de depósito es dotar a los inspectores de los conocimientos necesarios para calcular con rapidez el valor al que se podrían liquidar los activos de la entidad.

Una vez llevado a cabo, se puede conceder un acceso mínimo de los depositantes a los fondos de sus cuentas. Al mismo tiempo, el gobierno debería formalizar una reclamación sobre el patrimonio neto de cada entidad insolvente, extinguiendo por completo los derechos de los anteriores accionistas o adoptando la postura de *warrant*, u opción de compra lo suficientemente holgada como para compensar a los contribuyentes de los costes administrativos y de riesgo derivados de la supervisión de la revitalización de la entidad. En cualquier caso, el objetivo sería enajenar los derechos sobre el patrimonio neto realizada por el Gobierno a otros entes privados, tan pronto como empiece a generarse información fiable sobre la valoración de los activos.

## 2.2. Control del público

El pánico bancario se desencadena por el flujo de información adversa, que erosiona la confianza del cliente sobre la capacidad de obtener depósitos de su entidad. El elemento desencadenante puede ser la información que circula sobre hechos económicos generales, sobre aspectos específicos de las entidades o sobre los activos que mantienen.

El pánico se define a través de dos condiciones. En primer lugar, en una situación de pánico, los depositantes proceden a la retirada masiva de fondos, de tal modo que las entidades afectadas no se pueden recuperar fácilmente ena-

jenando sus activos líquidos. En segundo lugar, las instituciones que no están en esta situación no están dispuestas a prestar a las entidades insolventes para mantener la convertibilidad de sus depósitos en efectivo.

Es obvio que a las autoridades les interesa detener el contagio de la crisis. Utilizar las palabras «pánico» y «retiradas masivas de depósitos» para describir esta situación constituye un escenario subliminal para que las autoridades se lancen al rescate sin tener que detenerse a considerar las prioridades a largo plazo. La urgencia por detener el estado de confusión nunca debe superponerse a la necesidad de identificar, de forma simultánea, a las instituciones zombis, e iniciar el proceso de liquidación. La concesión de préstamos y garantías por parte del Gobierno para absorber las pérdidas incluidas en las carteras de las entidades zombis supone cargar a los contribuyentes, y liberar a directivos, accionistas y acreedores, de la responsabilidad de tomar decisiones sobre estas situaciones deficitarias.

Solamente se debería inyectar liquidez a cambio de que las entidades zombis pusieran a disposición sus activos rentables y se comprometieran a ponerse bajo la dirección de un nuevo equipo. Según este principio, las autoridades pueden mantener la liquidez a través de operaciones de mercado abierto, aunque tienen que calibrar el alcance de los daños de la entidad antes de la ampliación del grado de acceso a los préstamos de emergencia. Hay que tener en cuenta que durante el proceso de valoración de las entidades insolventes van a existir tiempos muertos, y que durante esos períodos los nuevos operadores pueden ampliar los principios y formas innovadoras de crédito para evitar la

huida masiva de clientes. Los cheques y las tarjetas de crédito deben seguir emitiéndose. Sin embargo, su compensación no debe llevarse a cabo de manera inmediata, quedando como medida de registro de endeudamiento personal. Transcurridos estos períodos de espera, la entidad no debería proceder a su cobertura, puesto que la deuda podría ser saldada mediante el empleo de otro tipo de recursos.

La extensión de la confusión se puede contrarrestar a través de una combinación inteligente de políticas macroeconómicas y de carácter estructural. En relación con las primeras, el control se realiza evitando la contracción monetaria y ofreciendo préstamos y garantías gubernamentales a las entidades que gozan de buena salud. Las medidas estructurales deberían perseguir involucrar a los partidos de la oposición en las tareas de identificación de instituciones viables, y centrar la concesión de liquidez en las mismas. Los legisladores deberían darse cuenta de que, al emitir juicios de valor sobre las entidades y tipos de activo que merecen una protección frente al riesgo, no disminuyen la capacidad analítica de los clientes, cámaras de compensación locales, entidades extranjeras y entidades no gubernamentales.

### 2.3. Limpieza

Las crisis bancarias son como una pendiente descendente dentro de un proceso en el que se conceden préstamos a las partes implicadas, cuya capacidad de devolución no se puede valorar de antemano. El pánico llega cuando la capacidad de devolución de los fondos de los clientes es muy reducida, de tal modo que las entidades, acreedores y garantes incurrir en pérdidas. Para limpiar el

borrón de tinta roja recién derramada, la reducción del valor de los activos debería quedar reflejada en el pasivo de la entidad. Al diseñar un plan de choque provisional, hay que sopesar los costes a largo plazo derivados del proceso de transferencia de las pérdidas bancarias a sus acreedores, frente a los beneficios procedentes de la pronta resolución de la crisis.

No es razonable suponer que una política pública deseable consiste en evitar que los accionistas de las entidades insolventes soporten los costes derivados de los errores administrativos. Administrar de forma ineficaz los recursos de una entidad supone destruir su capital. Esta pérdida de capital llevaría a las fuerzas del mercado a transferir los activos rentables a las entidades mejor capitalizadas y con una mayor capacidad. El cierre de una entidad insolvente o la asignación de su negocio a una nueva entidad no es algo tan cruel. A menos que acreedores e inversores esperen que los directivos ineficientes y las entidades insolventes se sometan a la disciplina de mercado, los incentivos que gobiernan la valoración y selección de los proyectos arriesgados de inversión se romperán en mil pedazos. Cuanto más equitativa sea la asignación de las pérdidas en las que se incurrir en una situación de crisis, mayor será la probabilidad de que se restauren los modelos de préstamo bancario socialmente deseables. Cuanto más eficaz es la resolución de las pérdidas, menores son el coste a largo plazo y la desmoralización social que soporta el país para restaurar su sistema bancario.

## VI. CONCLUSIONES

Los riesgos que asumen las entidades bancarias tienen su origen en la economía real. Para que los

intermediarios bancarios puedan intermediar el ahorro y la inversión de un país, los depositantes deben confiar en la capacidad de las instituciones financieras para supervisar la calidad de los agentes prestatarios.

La obtención de un mayor nivel de solvencia por parte de una entidad puede utilizarse como señal de la calidad de la supervisión a la que se ve sometida, si bien no es la única vía. En concreto, los gobiernos constituyen redes de seguridad financiera con objeto de asegurar la eficiencia con la que se canaliza el ahorro a la inversión y la reducción de los costes asociados a las crisis bancarias.

El diseño de las redes de seguridad debe tener en cuenta las diferencias existentes entre países en materia de transparencia, poder disuasorio y responsabilidad. Cuanto mayor sea la debilidad del contexto informativo, ético y de gobierno corporativo de un país, mayor será la probabilidad de que se establezca un sistema de garantía de depósitos explícito.

El diseño de la red de seguridad debe evolucionar a lo largo del tiempo, introduciendo los cambios que permitan mejorar la capacidad de los reguladores públicos y privados para valorar a las instituciones bancarias, supervisar y asumir riesgos y resolver situaciones de insolvencia, así como la calidad con la que desempeñan estas tareas.

Los responsables de la red de seguridad no deben subvencionar ni tampoco gravar la asunción de riesgos bancarios. Ninguna corriente de pensamiento económico defiende que el establecimiento de impuestos y subvenciones sea una vía adecuada para fomentar el desarrollo económico. Incluso en el

caso de que se pudiera llevar a cabo un tipo de política de esta naturaleza, sería a todas luces ineficaz canalizar los impuestos y las subvenciones a través de una red de seguridad pública en la que a los gestores no se les exija la elaboración un plan de contingencias para atajar situaciones de crisis, ni la presentación pública de cuentas en las que se recoja la participación de los contribuyentes en sus operaciones.

#### NOTAS

(\*) El presente artículo supone una adaptación y ampliación del trabajo KANE (2000).

(1) En este caso, puede resultar oportuna la exigencia de algún tipo de cobertura sobre la cotización de la moneda, mantenida como salvaguardia por parte de las instituciones aseguradas.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BLACK, Fischer; MILLER, Merton, y POSNER, Richard (1978), «An approach to the regulation of bank holding companies», *Journal of Business*, 5 (julio): 379-412.
- BROCK, Philip L. (1999), «Financial safety nets: Lessons from Chile», Seattle: University of Washington (marzo).
- CALOMIRIS, Charles W. (1997), *The Postmodern Safety Net: Lessons from Developed and Developing Economies*, Washington: American Enterprise Institute.
- (1999), «Building an incentive-compatible safety net», *Journal of Banking and Finance*, 23 (octubre): 1499-1519.
- CARNELL, Richard (1993), «The culture of ad hoc discretion», en KAUFMAN, George, y LITAN, Robert (ed.), *Assessing Bank Reform: FDICIA One Year Later*, Washington, Brookings Institution: 113-121.

CUKIERMAN, Alex; WEBB, Stephen, y NEYAPTI, Bilin (1992), «Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes», *World Bank Economic Review*, 6 (n.º 3): 353-398.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, y DETRAGIACHE, Enrica (1998), «The determinants of banking crises: Evidence from developing and developed countries», *IMF Staff Papers*, 45 (n.º 1): 81-109.

— (1999), «Financial liberalization and financial fragility», *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, The World Bank: 303-331.

— (2002), «Does deposit insurance increase banking system stability?: An empirical investigation», *Journal of Monetary Economics*, 49: 1373-1406.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asle, y KANE, Edward J. (2002), «Deposit insurance around the globe: Where does it work?», *Journal of Economic Perspectives*, 16 (n.º 2): 175-195.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asle, y SOBACI, Tolga (2000), «Deposit insurance around the world: A data base», World Bank manuscript.

DIAMOND, Douglas (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51 (julio): 343-414.

DIAMOND, Douglas, y DYBVIK, Philip (1983), «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy*, 91 (junio): 401-419.

GARCÍA, Gillian G. H. (1999), «Deposit insurance: A survey of actual and best practices», Washington, *International Monetary Fund, Working Paper n.º 99/54*.

GOLDSTEIN, Morris, y TURNER, Philip (1996), *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*, Basilea, Bank for International Settlements.

HOVAKIMIAN, Armen; KANE, Edward, y LAEVEN, Luc (2003), «How country and safety-net characteristics affect bank's risk-shifting», *Journal of Financial Services Research*, 23 (n.º 2): 177-204.

JENSEN, Michael C., y MECKLING, William (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior,

agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3 (junio): 305-360.

KANE, Edward J. (1995), «Three paradigms for the role of capitalization requirements in insured financial institutions», *Journal of Banking and Finance*, 19 (junio): 431-459.

— (2000), «Designing financial safety nets to fit country circumstances», (inédito).

— (2003), «What kind of multinational deposit-insurance arrangements might best enhance world welfare?», *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (n.º 4): 413-428.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, y SHLEIFER, Andrei (1999), «Government ownership of commercial banks», Harvard University manuscript (noviembre).

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, y VISHNY, Robert W. (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106 (diciembre): 1113-1155.

LINDGREN, Carl-Johan; GARCÍA, Gillian, y SAAL, Matthew I. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, International Monetary Fund.

MERTON, Robert C., y PEROLD, André F. (1993), «Theory of risk capital in financial firms», *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (otoño): 16-32.

MILLER, Geoffrey P. (1997), «Deposit insurance for economies in transition», en *Yearbook of International Financial and Economic Law*, Amsterdam, Kluwer Law International: 103-138.

SIOW, Audris S., y AITKEN, Michael J. (2003), «Ranking world equity markets on the basis of market efficiency and integrity», *The HP Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges 2003*, HERBIE Skeete (ed.): xlix-lv, Mondo Visione Ltd.: <http://ssrn.com/abstract=490462>.

TALLEY, Samuel H., y MAS, Ignacio (1990), «Deposit insurance in developing countries», *Policy, Research, and External Affairs Working Paper Series, n.º 548*, Washington, The World Bank.

## Resumen

Este artículo estudia el proceso de transición financiera de la jerarquía al mercado en el caso español desde un enfoque de economía política que asume los avances teóricos de la nueva economía institucional. El Estado depredador del franquismo establecía una jerarquía financiera que encubría intereses distributivos e implicaba altos costes de transacción. El cambio político permitió una reforma financiera de estrategia gradualista y estableció un marco institucional que favorece la regulación prudencial. De este modo, el artículo sitúa en el centro de su agenda de investigación las relaciones entre cambio institucional y desarrollo financiero, factores ambos a los que la literatura reciente otorga un papel clave a la hora de explicar el crecimiento económico.

*Palabras clave:* transición financiera, cambio institucional, jerarquía, mercado, costes de transacción, franquismo, cajas de ahorros.

## Abstract

This article studies the process of the Spanish financial transition from the hierarchy to the market system. We adopt a political economy approach that incorporates the theoretical advances of the New Institutional Economics. The predatory State of the Franco regime established a financial hierarchy which concealed distributive interests, involving high transaction costs. Political change facilitated a gradualist financial reform and established an institutional framework which favoured prudential regulation. The article thus situates at the heart of its research the relationship between institutional change and financial development, both factors to which recent literature has given a key role in its exposition of economic growth.

*Key words:* financial transition, institutional change, hierarchy, market, transaction costs, Franco regime, savings banks.

*JEL classification:* G28, H11, O16.

# DE LA JERARQUÍA AL MERCADO: LA REFORMA FINANCIERA ESPAÑOLA DESDE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

Gonzalo CABALLERO MIGUEZ (\*)

Universidad de Vigo

## I. INTRODUCCIÓN

EL creciente peso de los sistemas financieros en las economías actuales los ha convertido en una cuestión prioritaria para el análisis económico. En la medida en que el desarrollo financiero puede explicar robustamente ciertas diferencias de crecimiento económico entre países (Levine, 1997 y 2003), se ha desarrollado un programa de investigación financiera que intenta ofertar a los *policy-maker* un conjunto de conocimientos sólidos, empíricamente testados, sobre los que poder guiar la actuación financiera. Paralelamente a este reconocimiento explícito de interdependencia entre lo financiero y lo real (Valle, 2000), trabajos de referencia como La Porta *et al.* (1998) o Johnson *et al.* (2002) han constatado la importancia de los factores institucionales para los mercados financieros. De este modo, la cuestión financiera se ha enmarcado en el debate sobre el papel económico del Estado, y el análisis puede asumir los avances teóricos de la Nueva Economía Institucional, entendiendo las instituciones como las «reglas de juego» de la economía (1).

Las experiencias financieras vividas recientemente en algunos países en desarrollo o en transición han evidenciado las debilidades de ciertas prescripciones de reformas para los sistemas financieros, siendo los «fallos institucionales» los que explican buena

parte de las crisis de estos sistemas. De hecho, muchas de las reformas de liberalización financiera llevadas a cabo durante la década de los noventa fracasaron porque no asumieron que la construcción de mercados financieros exige fundamentos institucionales sólidos que faciliten un adecuado funcionamiento. En esta situación, aspectos como el ritmo y el ajuste entre los procesos generales de cambio institucional y la secuencia de reformas financieras se convierten en cuestión clave. Los problemas institucionales surgidos en las experiencias reformadoras de distintos países dotan al análisis institucional de la «exitosa transición financiera española» de un alto valor añadido para el debate científico actual, como fuente de posibles lecciones sobre reforma (2). En particular, en línea con recientes trabajos teóricos y aplicados de la literatura especializada internacional, «resulta tentador emplear análisis de economía política» para el caso del sistema financiero español de la transición (Ontiveros y Valero, 2003).

En las últimas décadas se ha constatado la importancia de una intervención pública en los sistemas financieros que, lejos del estatismo o dirigismo, genere un sistema de regulación prudencial adecuado a unos mercados financieros en constante cambio (Vives, 2001). Por una parte, los recientes avances en la teoría de la regulación bancaria y de los mer-

cados financieros han experimentado desarrollos notables (Freixas, 1998). Paralelamente, se ha hecho evidente también que el marco institucional básico de la economía (reglas formales, normas informales, mecanismos de cumplimiento) actúa como una restricción para las posibilidades de éxito de la regulación financiera efectuada por el *policy-maker*. De este modo, el debate no se circunscribe ya a la polémica intervención *versus* liberalización, sino que se sitúa en el tipo de actuación que debe llevar a cabo el legislador dados los condicionantes institucionales, y consciente de la inviabilidad de una solución óptima. La elección se realiza entre soluciones alternativas e imperfectas que afrontan los problemas de información, y cuyos costes y beneficios deben ser evaluados (3) (Dixit, 1996).

Por tanto, el éxito de la transición hacia un sistema financiero moderno exige dos condiciones institucionales necesarias, aunque no necesariamente suficientes. Por un lado, que los decisores públicos realicen un sistema de regulación financiera prudencial que busque la eficiencia y el correcto desarrollo de los mercados financieros. Por otro, que exista un marco institucional básico (senda, derechos de propiedad, marco jurídico, sistema judicial,...) que permita el funcionamiento efectivo de ese sistema de regulación prudencial aplicado. Dicho de otra forma, existe un conjunto de fundamentos institucionales, más allá del mecanismo concreto de la regulación prudencial, que son claves para la buena marcha del sistema financiero, y sólo definiendo una regulación prudencial coherente con las instituciones básicas el desarrollo financiero tendrá garantías de éxito.

En el contexto de estos avances teóricos, este artículo muestra

cómo en España la transición de un Estado depredador a un Estado contractual en sentido *northiano* supuso un proceso de cambio institucional que, al alterar la estructura de incentivos del *policy-maker*, permitió la reforma financiera en España. De este modo, la modernización del sistema financiero español estuvo estrechamente asociada a la restauración de la democracia, coherentemente con el análisis de Ontiveros y Valero (2003), y esto hay que entenderlo en un proceso general de desarrollo de la política económica en España en el que hubo que esperar a la transición política para la definición de nuevos objetivos, incentivos e instrumentos, a pesar del desarrollo económico previo. En este artículo, ponemos el centro de atención en la relación entre instituciones, incentivos de las políticas, política económica, costes de transacción y eficiencia de los mercados para el sector financiero. Por un lado, el cambio del modelo de Estado rompió la red de intereses que encubría la jerarquía financiera del franquismo, con fuertes efectos distributivos, y posibilitó la reforma financiera. Por otro, el establecimiento del Estado contractual permitió constituir un marco institucional adecuado para el buen funcionamiento de la regulación prudencial (Vives, 1990).

El análisis del proceso de cambio institucional del sistema financiero español llevado a cabo desde mediados de los años setenta hasta comienzos de la década de los noventa puede ser caracterizado por cinco grandes rasgos: 1) El sistema financiero español transita desde un modelo jerárquico e intervenido, dominado por el intervencionismo estatal, hacia uno de mercado con toma de decisiones descentralizadas, esto es, se transita de la jerarquía al mercado. 2) La estrategia de este proceso de transición es

gradualista, distante de las terapias de choque o de *big-bang*, y se enmarca en una senda que construye gradualmente una política monetaria moderna, y sobre ésta el camino de liberalización financiera. 3) En el proceso de formación y liberalización de mercados financieros, el Estado no abandona su papel de intervención, pero lo reforma totalmente, en un ejercicio de delimitación nítida entre lo público y lo privado, asumiendo las tareas propias de la regulación prudencial. 4) El éxito de la transición financiera española viene en buena parte explicado por el proceso de cambio institucional general que vive el país en estos años. Distintos elementos como la reforma política de democratización o los cambios institucionales informales configuraron un proceso con un claro sentido de europeización, que permitió el acierto y consolidación de las reformas financieras y de la aplicación del mecanismo de regulación prudencial. 5) En el proceso de cambio institucional y transición financiera, la estructura de gobernanza de las cajas de ahorros consiguió liberarse de la opresión financiera del franquismo, y las cajas se convirtieron en organizaciones que, en competencia con los bancos, impulsaron la adaptación y el dinamismo institucional.

De este modo, la experiencia española aporta evidencia de interés sobre las claves de éxito en los procesos de reforma y modernización financiera, y aparece como ejemplo paradigmático de éxito en contraposición a los fracasos de reformas financieras llevadas a cabo en diversos países en desarrollo en la década de los noventa, desde latinoamericanos a asiáticos (4). No obstante, en esta contraposición de experiencias debe señalarse que la reforma española se llevó a cabo a lo largo de los años setenta y ochenta (Vives,

1990), en un escenario de finanzas internacionales menos desarrolladas y menos complejas que las existentes en los años noventa (Berger *et al.*, 2003; Moshirian y Szegö, 2003), que es cuando buena parte de los países en desarrollo intentaron llevar a cabo sus reformas financieras. El caso español contó con un período de tiempo más amplio, que facilitó el gradualismo y un ajuste más paulatino que el de las transiciones financieras de los noventa, que experimentaron un mayor choque.

## II. MODELO DE ESTADO E INSTITUCIONES PARA LOS MERCADOS Y EL CRECIMIENTO

La economía neoclásica precoseana se edificó en un modelo que asumía la existencia de costes de transacción nulos. Sin embargo, el teorema de Coase (1960) sostuvo que bajo competencia perfecta los costes sociales y privados serían iguales, y señaló la insuficiencia de una teoría económica que no incorporaba costes de transacción positivos (5). Cuando estos costes superan las ganancias del intercambio, las transacciones no se llevarán a cabo. En este marco teórico, las instituciones aparecen como las reglas de juego de la economía que determinan el volumen de los costes de transacción (6). Además, las instituciones establecen la estructura de incentivos que afecta al comportamiento económico de los agentes (North, 1990).

Las reglas formales, las normas informales y los mecanismos de cumplimiento constituyen el entramado institucional de una economía de acuerdo al enfoque *northiano*. De este modo, existen unos fundamentos institucionales que determinan la formación, funcionamiento y eficiencia de los

mercados económicos. Las instituciones determinan el volumen de los costes de transacción, las posibilidades de especialización e intercambio y, por tanto, el crecimiento económico de un país (7).

En la definición del marco institucional de una economía, al Estado le corresponde un destacado papel como actor de decisión política. Las reglas formales y el mecanismo de cumplimiento (*third party enforcement*) vienen en buena medida determinados por el Estado. De hecho, las instituciones incluyen elementos como los derechos de propiedad, las reglas políticas, las leyes y el sistema judicial de ejecución de contratos.

El Estado puede establecer instituciones que favorezcan el crecimiento económico, pero a lo largo de la historia han abundado experiencias de modelos de Estado que no impulsaban el crecimiento. Este tipo de «estados depredadores» surgen en escenarios con distribución desigual del poder de coerción y actúan como agentes al servicio de intereses de grupo, no garantizando los derechos de propiedad ni la credibilidad del compromiso político: buscan beneficiar a un sector de la sociedad, aun cuando sea a expensas de reducir el «tamaño global de la tarta» (North, 1981; North y Weingast, 1989). Los intereses distributivos y no inclusivos de grupo determinan la actuación del Estado, aun a expensas del bienestar general.

Por el contrario, un «estado contractual» nace de un acuerdo que incorpora los intereses de distintos sectores, garantiza los derechos de propiedad y tiene a su disposición formas de comprometerse creíblemente: todo ello configura un escenario institucional que puede intentar maximizar la riqueza

para la sociedad en un entorno de distribución equitativa de la violencia, o al menos con un cierto equilibrio de poder (8) (North, 1981; North y Weingast, 1989).

El paso del franquismo a la democracia supuso la transición de un modelo de Estado depredador a uno contractual (9) (Caballero, 2001). El marco constitucional, con sistema democrático, sufragio universal, poder judicial, implicó unas reglas más eficientes que redujeron el volumen de los costes de transacción de la economía española.

De acuerdo con Weingast (1993), el dilema político fundamental de un sistema económico viene dado por el hecho de que un gobierno suficientemente fuerte para proteger los derechos de propiedad y forzar la ejecución de contratos lo es también para confiscar la riqueza de sus ciudadanos. En línea con esta argumentación, las recientes tesis *olsonianas* señalan dos condiciones necesarias para la buena gobernanza de la economía: por un lado, el derecho garantizado y bien definido a la propiedad privada para todos, y la ejecución imparcial forzosa de los contratos; y por otro, la ausencia de depredación. En ambas direcciones, la estructura política edificada en 1978 supone saltos cualitativos, y España consiguió dotarse de un «gobierno potenciador del mercado» lo suficientemente poderoso como para proteger y establecer el derecho a la propiedad privada y la ejecución de contratos, y a la vez limitado para no poder privar a los individuos de esos derechos (Olson, 2000).

Este desarrollo institucional resultó también vital para los mercados financieros, con efectos evidentes sobre el crecimiento económico. De hecho, se ha constatado que el desarrollo financie-

ro tiene efectos mayores sobre el crecimiento cuando el sistema financiero está incrustado en un marco institucional sólido (Demetriades y Hook, 2004). De este modo, el cambio institucional conlleva dos efectos sobre el crecimiento económico: uno directo, en línea con la argumentación central de la nueva economía institucional (instituciones, costes de transacción, crecimiento) (10); otro indirecto a través del sistema financiero (instituciones, desarrollo financiero, crecimiento). A la relación entre cambio institucional y reforma financiera en el proceso español de «liberalización transformadora» (Ontiveros y Valero, 2003) dedicaremos los siguientes apartados, asumiendo un enfoque que centra la agenda de investigación en los aspectos de economía política y economía de las instituciones. Este enfoque complementa los análisis que pueden desarrollar otros marcos teóricos, como por ejemplo los propios de la teoría de la intermediación financiera (organización industrial, información asimétrica, gestión de riesgos), y abre vías para un enriquecimiento mutuo (Santomero, 2000).

### III. LA ESTRUCTURA JERÁRQUICA DEL SISTEMA FINANCIERO DEL FRANQUISMO: EFECTOS DISTRIBUTIVOS

El recetario político-económico del primer franquismo rechazaba frontalmente los postulados de libertad económica y de economía de mercado, y hubo que esperar hasta el Plan de 1959 para que, tras el «decenio bisagra» de los cincuenta, el régimen afrontase un proceso claro de liberalización económica y formación de mercados. Sin embargo, esta evolución cronológica general no se correspondió con la evolución de

las reformas en el sistema financiero, que experimentó un retraso considerable en el proceso de liberalización.

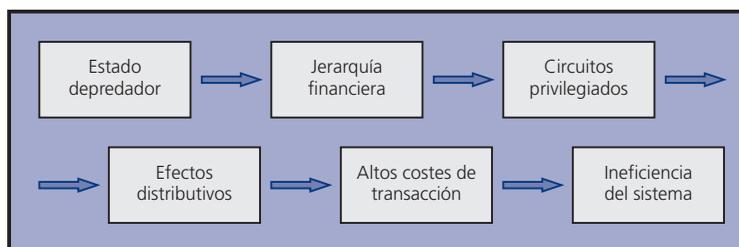
En 1946 el régimen franquista aprobó la Segunda Ley de Ordenación Bancaria, que consolidó los principios de la Primera Ley de Ordenación Bancaria de 1921 y acrecentó el control ejercido por el Gobierno, a quien se facultaba para dictar la política de crédito. De este modo, en el franquismo de los años cuarenta y cincuenta, el sistema financiero se caracterizó por un intervencionismo total en los accesos al mercado (creación y expansión de entidades), en la formación de tipos de interés y en la regulación legal de las inversiones, que afectaba a las operaciones activas de las instituciones de crédito (Parejo *et al.*, 2001). De este modo, el Estado decidía quiénes eran los agentes financieros, cuáles eran los precios del dinero y hacia dónde se canalizaban los recursos. La planificación central impedía cualquier aproximación al funcionamiento de mercados libres. El poder estatal decidía jerárquicamente, respaldado por el poder de coerción, sobre precios, cantidades y destinatarios de los recursos financieros a través del recurso a la legislación.

Mientras el Plan de Estabilización de 1959 supuso un punto de inflexión en la política económica general del régimen, en el sentido de la liberalización y apertura de mercados, esta tendencia no se plasmó en el sistema financiero, pues se optó simplemente por reajustar el sistema jerárquico financiero vigente. De hecho, se puede señalar que, en un contexto general de liberalización del sistema, se intensificó la intervención estatal en la asignación de los recursos del sistema financiero; de este modo, en la década de los sesenta se sustituyó el proteccionismo comercial e industrial por un nuevo proteccionismo de naturaleza financiera (Serrano y Costas, 1990). En este escenario, los mecanismos operativos de regulación financiera eran de naturaleza compulsiva (esquema 1).

Conforme a la primera ley de la política económica española enunciada por Fuentes Quintana (1993), el Plan de 1959 se aprobó en una situación de grave crisis en la balanza de pagos. No obstante, cuando las cuentas exteriores se recuperaron, los intereses depredadores y no inclusivos reclamaron con insistencia la vuelta a la «economía recomendada». Esta presión se plasmó en los planes de desarrollo y en el

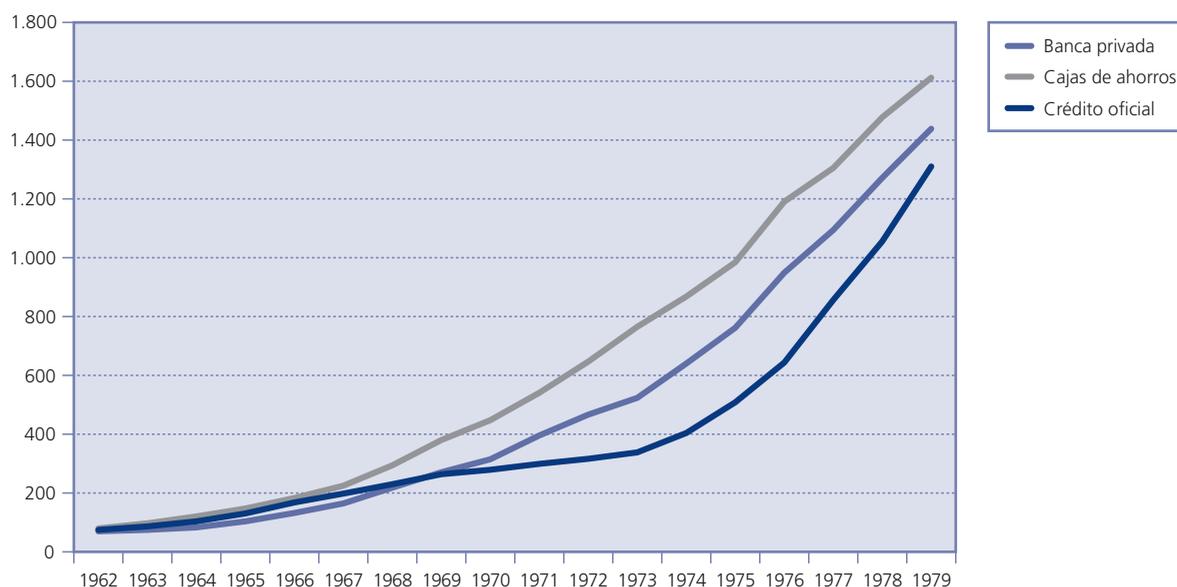
ESQUEMA 1

#### LA JERARQUÍA FINANCIERA DEL FRANQUISMO



Fuente: Elaboración propia.

GRÁFICO 1  
CIRCUITOS PRIVILEGIADOS DE FINANCIACIÓN  
(Miles de millones de pesetas)



«despotismo ilustrado financiero» (Serrano y Costas, 1990). En 1962 se aprobó la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, que en la práctica acabó permitiendo un fuerte intervencionismo financiero discrecional y el desarrollo de privilegios financieros (11).

De este modo, la década de los sesenta y los primeros setenta se caracterizaron por dos grandes rasgos: la ausencia de una política de control monetario (12) y la falta de competencia en el sistema financiero (13). En este escenario, la política monetaria fue expansiva, fijando los tipos de interés a unos niveles tan bajos que hicieron que el ritmo de expansión empresarial estuviese marcado por la disponibilidad financiera de los recursos antes que por las expectativas de rentabilidad de nuevas inversiones (con tipos de interés negativos en términos reales se penalizaba el ahorro a favor de los demandantes de crédito) (Torrero,

1989). El exceso de demanda de fondos a precios tan bajos obligaba al racionamiento del crédito a través de unos coeficientes que fijaban el destino de la financiación del sistema: eran los «circuitos privilegiados de financiación», que determinaban el destino de los recursos existentes.

Entre el 35 y el 45 por 100 de los recursos canalizados por el sistema crediticio español discurrieron por tales circuitos en los años sesenta y setenta, pudiéndose hablar en la segunda mitad de los sesenta del gran «boom de la financiación intervenida» (véase el gráfico 1 que reproducimos de Poveda, 1980). Estos circuitos privilegiados se aplicaban a través de los coeficientes de inversión, del crédito de los bancos oficiales, del redescuento especial y de otras medidas financieras públicas. Este perverso mecanismo hacía que se destinasen fondos hacia sectores no competitivos, y que los decisores políticos consiguiesen apo-

yo político de aquellos sectores a los que destinaban créditos a tipos subvencionados.

El hecho es que esa financiación privilegiada implica que estos tipos de interés carecen de relación con el coste real de los recursos financieros, se convierten en precios administrados y suponen un mecanismo discrecional de redistribución. La estructura política del Estado depredador, en sentido *northiano*, explica la captura del decisor político por parte de aquellos sectores beneficiados por esa estructura política. Pero la existencia de sectores beneficiados por esta asignación de recursos en condiciones de no-mercado suponía un «impuesto implícito» en términos de altos costes para la eficiencia general del sistema, y conllevaba que las entidades financieras establecieran mayores tipos de interés para los sectores que no tenían acceso al trato favoritista del régimen. Esto era especialmente así en la

medida en la que el régimen no subvencionaba directamente a los bancos oficiales por sus operaciones de activo a interés preferencial, sino que imponía a las instituciones financieras privadas la suscripción de «cédulas para inversiones» emitidas a muy bajo coste (cuadro n.º 1), y cuyo producto se canalizaba para financiar la actividad de los bancos oficiales (Arias y Caballero, 2002).

Los efectos redistributivos del sistema eran manifiestos, y el *policy-maker* determinaba discrecionalmente a los beneficiarios en función de intereses políticos. La trama de intereses entre grupos de interés y políticos del régimen se convertía así en elemento medular de las relaciones financieras y de la propia naturaleza depredadora del franquismo.

Un sistema de jerarquía financiera podría generar el ahorro de ciertos costes de información, oportunismo, incertidumbre y divergencia de objetivos, conforme a la teoría de «mercados y jerarquías» de Williamson (1974), que es aplicada para los mercados financieros por Haggard *et al.* (1993). En este sentido, los mecanismos de represión financiera constituyen un sistema jerárquico de asignación de crédito, y podrían resultar adecuados para mitigar ciertos costes de transacción. Pero, por otro lado, estas jerarquías generan graves problemas de información típicos del no-mercado, e implican altos costes. Sin embargo, la gobernanza financiera del franquismo no era elegida como una respuesta economizadora del *trade-off* entre los distintos tipos de costes. La cabeza de la jerarquía usaba la política financiera con fines políticos y no de economización de costes de transacción, por lo que los efectos sobre la eficiencia del sistema eran considerables.

CUADRO N.º 1

**CIRCUITOS DE FINANCIACIÓN PRIVILEGIADA: PORCENTAJES DE LOS RECURSOS AJENOS DEL SISTEMA**

Años	Total neto (= A + B + C + D)	Banco de España (A)	Banca privada (B)	Cajas de ahorros (C)	Crédito oficial (descontadas dotaciones del Tesoro) (D)
1962.....	35,7	6,0	11,9	13,1	4,7
1963.....	35,3	5,0	11,0	14,5	4,9
1964.....	34,8	5,9	10,1	14,7	4,1
1965.....	35,4	5,2	10,8	15,5	3,8
1966.....	38,0	5,9	12,0	16,6	3,4
1967.....	40,5	6,7	12,9	17,8	3,0
1968.....	43,6	6,3	14,7	19,9	2,7
1969.....	45,5	6,3	15,4	21,6	2,2
1970.....	45,2	5,6	15,5	22,3	1,8
1971.....	42,6	3,7	15,8	21,6	1,5
1972.....	39,7	2,2	15,2	21,2	1,1
1973.....	37,2	2,3	13,8	20,2	0,9
1974.....	38,2	3,8	14,1	19,1	1,1
1975.....	38,6	5,3	14,0	18,2	1,2
1976.....	38,5	4,1	14,7	18,5	1,2
1977.....	37,9	4,7	14,2	17,0	1,8
1978.....	37,4	5,3	13,9	16,2	2,1
1979.....	37,7	6,5	13,4	15,0	2,7

Fuente: Poveda (1980).

El mecanismo jerárquico del franquismo no se constituía como una estructura de *governance* que permitiese reducir los altos costes de transacción que se afrontan en los mercados financieros para así alcanzar cotas mayores de eficiencia, sino que se llevaba a cabo con claros efectos distributivos, a pesar de que conllevara pérdidas generales de eficiencia y se desincentivase una correcta asignación de recursos. El sostenimiento de esta estructura centralizada de planificación financiera, tan ineficiente, descansaba sobre un régimen político que buscaba autosostenerse en el poder satisfaciendo intereses depredadores. De este modo, este sistema jerárquico en lo financiero perdurará a grandes rasgos hasta el final del régimen franquista, al no permitir mejores estrategias de juego a tres grupos: los sectores que recibían el crédito privilegiado, las entidades financieras, que se encontraban en un

sistema cerrado y con escaso margen de maniobra (14), y los propios políticos del régimen, que conseguían un amplio margen de poder discrecional con el que negociar. De este modo, se configura un equilibrio en torno a ese sistema de financiación privilegiada: a cada uno de ellos les resulta más adecuado adaptarse al sistema, dado el comportamiento y estrategias de los otros, que buscar o permitir cualquier cambio. Se trata de unas instituciones *self-enforcing* que encubren intereses creados en un equilibrio ineficiente. A pesar de que el sistema financiero basado en el mercado es más eficiente, resulta más difícil de controlar políticamente, por lo que se establecen resistencias al cambio.

Por el contrario, los agentes perdedores con ese sistema financiero de jerarquía no consiguieron superar los costes de la acción colectiva para cuestionar

ese mecanismo financiero tan propio del Estado depredador, que le permitía satisfacer intereses particulares de los sectores que apoyaban al régimen. En términos de análisis contractual, los costes de contratar un cambio de sistema financiero resultaban demasiado cuantiosos para llevar a cabo la reforma financiera dentro del marco institucional del franquismo, a pesar de la ineficiencia del equilibrio institucional del sistema financiero jerárquico. Será a medida que el régimen político se vaya deteriorando cuando los sectores perjudicados por el sistema acaparen una mayor capacidad de influencia en sus reclamaciones de reforma en búsqueda de un modelo más eficiente y con menores sesgos redistributivos discrecionales.

El deterioro de este sistema financiero clientelar se evidenció en 1969 con el «escándalo Matesa», que mostró la práctica de corruptelas encubiertas que existía tras los mecanismos financieros vigentes, y se convirtió en un escándalo político que dañó de forma considerable a un franquismo exhausto. El sistema financiero quedó políticamente dañado.

De hecho, el período comprendido entre 1969 y 1974 recoge ya algunos indicios sobre la dirección que van a seguir los cambios en el segundo quinquenio de los setenta, tanto en materia monetaria como financiera. En política monetaria, se introdujeron los coeficientes de caja (1970-1971) como instrumento de control monetario. En materia financiera, resultan sintomáticas las órdenes ministeriales que en 1969 supusieron un tímido primer intento de liberalización de los tipos de interés, o la Ley sobre Organización y Régimen del Crédito Oficial de 1971. No obstante, debe señalarse que tales

medidas no paliaban los graves problemas de intervencionismo y solvencia del sistema financiero español.

#### IV. CAMBIO POLÍTICO, REFORMA FINANCIERA

Desde el enfoque de la nueva economía institucional, las instituciones definen la estructura de incentivos de los agentes. Esto es así también para la formación de la política económica, de modo que las reglas políticas determinan los incentivos de los *policy-makers* y afectan al comportamiento político. En este sentido, el cambio de reglas políticas que supuso en España la transición del Estado depredador al Estado contractual, a través del proceso de democratización, constituyó un elemento clave para la reforma financiera. Por una parte, el nuevo marco institucional de mercados políticos competitivos incentivó a los decisores políticos a aplicar reformas económicas de modernización también en el caso del sistema financiero. Por otra, ese nuevo marco sentaba unas bases sólidas sobre las que aplicar la regulación prudencial, tal como se analiza en el siguiente apartado.

La jerarquía financiera del franquismo se había edificado sobre la estructura de poder del Estado depredador. En la medida en que éste experimentó una importante mutación en la etapa de la transición política, se rompió el entramado de intereses del régimen y cambiaron las prioridades de los gestores políticos en la elaboración de la política económica. De esta forma, se hizo viable la reforma financiera.

Lo cierto es que en los últimos años del régimen franquista los decisores políticos eran conscientes de la necesidad de ciertas re-

formas económicas. Éste era el caso de la política fiscal (15), y también lo fue el de la política financiera. A medida que el régimen agonizaba, las reformas se introducían en la agenda política, pero los poderes públicos carecían de un marco institucional adecuado para la implementación de ciertas medidas. En este sentido de avances tímidos, en 1974 se dictaron una serie de decretos y órdenes ministeriales en materia financiera que autorizaban nuevas entidades y la apertura de nuevas oficinas, establecían una cierta homogeneización operativa de las entidades y flexibilizaban los tipos de interés de las operaciones a plazo (Trullén, 1993; Parejo *et al.*, 2001). No obstante, el grueso de la reforma financiera permaneció sin ser resuelto hasta la muerte del dictador.

Esto fue así porque durante el último franquismo los altos costes de transacción en los mercados políticos imposibilitaron una reforma financiera que hubiera generado un excedente económico. Sólo los cambios en la estructura del Estado permitieron nuevas reglas, nuevos incentivos a los actores políticos y nuevas políticas financieras, generando notables ganancias de eficiencia. El cambio de instituciones políticas fue clave para llevar a cabo la reforma financiera.

Este análisis institucional de la reforma financiera española no asume las bases explicativas de otros potentes enfoques teóricos como la teoría económica de grupos, la teoría del interés público y las teorías de dinámica del entorno (Lukauskas, 1997). 1) Una teoría económica de grupos entiende los cambios de política como efecto de los cambios en las demandas de distintos grupos de interés. En el caso de la desregulación financiera, los intermediarios financieros pueden optar

por reclamar la reforma. Pero la clave de la reforma financiera española no estuvo en los factores de demanda política, sino en la posibilidad de ajustar la oferta de *policy-making*. El impulso de la reforma sólo fue viable cuando el nuevo marco institucional estableció nuevos incentivos y facilitó el cambio de equilibrio. 2) Una teoría del interés público explica la reforma financiera como mecanismo de búsqueda de mayor bienestar social por parte de los decisores políticos. De este modo, asume implícitamente el modelo del «político benevolente» y se olvida de la presencia de costes de transacción positivos como factor limitativo de la eficiencia en la formación de políticas públicas. Los costes de transacción positivos en las relaciones políticas del franquismo explican la no ejecución de una reforma financiera que hubiera generado mayor bienestar. La concepción del *policy-maker* como *homo-oeconomicus* permite entender la resistencia al cambio de un franquismo que buscaba autoperpetuarse, así como la posterior búsqueda de la eficiencia económica por parte de unos políticos democráticos que buscan su reelección. El cambio político establece las instituciones del Estado contractual y nuevos incentivos, de forma que la reforma consigue ser asumida. Las variables políticas resultan muy relevantes en la formación de la política económica. 3) Un conjunto de teorías señala a los factores internacionales como determinantes de las reformas financieras; para el caso español, las tendencias internacionales afectaron a la política financiera, pero fueron las instituciones políticas internas y los actos políticos internos los que fijaron la senda y el *timing* de la reforma financiera española.

El cambio de reglas financieras a nivel macro puede fundamen-

tarse a nivel micro en los procesos políticos a través de la cadena de relaciones institucionales, incentivos y comportamiento de los agentes políticos. Como se ha señalado, la democratización alentó a los *policy-makers* a abandonar la imposición financiera del franquismo para establecer una estructura financiera de mercado que generase ganancias de eficiencia y favoreciese la buena marcha de la economía. Mientras el escenario franquista incentivaba al *policy-maker* a mantener el respaldo de ciertos grupos próximos al poder, la nueva estructura de incentivos motiva a los decisores políticos a desarrollar una política financiera más eficiente, atenta a intereses muchos más amplios. De este modo, utilizando las bases teóricas de la nueva economía institucional, las instituciones políticas internas aparecen como claves para explicar la dinámica de la política financiera en la reciente experiencia española.

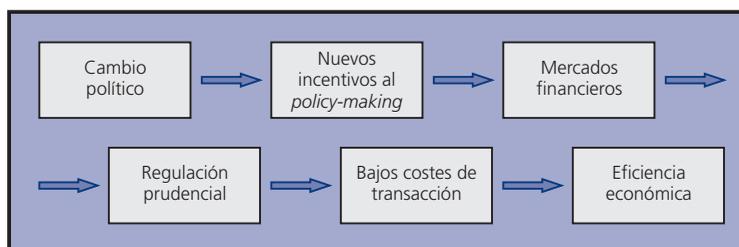
De este modo, es con la transición al Estado contractual cuando se impulsa la reforma financiera en España, en el marco de las reformas económicas de 1977 (esquema 2). Este paquete de medidas buscaba reducir el grado de intervencionismo del que era objeto el sistema financiero español

y los circuitos privilegiados de financiación, liberalizar los tipos de interés, favorecer la competencia entre instituciones financieras y mejorar la instrumentación de la política monetaria (16). De este modo, se buscaba estructuralmente apostar por la libertad en los mercados financieros, y coyunturalmente aumentar los tipos de interés, para lo que se adoptó una estrategia de gradualismo, plasmada por ejemplo en el Plan Económico de Urgencia de 1977, que combinaba medidas de aplicación inmediata con otras de aplicación diferida en plazos establecidos.

Por su parte, el sistema bancario experimentó un «fuerte *shock*» desde 1978 a 1985, afectado también por la crisis industrial del país (Vives, 1990). No obstante, debe señalarse que en 1979 y 1980, dadas las dificultades existentes, se adoptaron medidas cautelares que ralentizaron el proceso liberalizador en aspectos como la reducción de los coeficientes de inversión.

En 1981 la reforma financiera retomó una senda que avanzó en la liberalización de tipos de interés y dividendos de la banca (17). De hecho, fue en la década de los ochenta cuando se profundizó en la reforma y la liberalización fi-

ESQUEMA 2  
ESTADO CONTRACTUAL, POLÍTICAS PÚBLICAS  
Y REFORMA FINANCIERA



Fuente: Elaboración propia.

nanciera, avance éste que se concretó en cinco grandes líneas (Castro, 1996): a) la flexibilización de los tipos de interés y de las comisiones de las operaciones activas y pasivas de las entidades financieras; b) la reducción de coeficientes que dificultaban la movilidad de recursos de las instituciones financieras; c) la homogeneización operativa entre las distintas instituciones bancarias y la eliminación de los límites existentes sobre las posibilidades de expansión; d) la potenciación de los mercados de capitales y la ampliación del tipo de entidades que pueden operar en los distintos mercados; e) la liberalización de los movimientos de capitales (18).

El desarrollo de la reforma financiera española fue gradual e implicó un proceso de cambio institucional que reorientó los incentivos de los intermediarios y actores financieros. En concreto, la banca española pasó del oligopolio del franquismo a una situación paulatinamente liberalizada en precios y servicios, transformándose en una dirección que implicó mayor eficiencia del sistema (Salas y Saurina, 2003). Sin embargo, tampoco debe idealizarse una situación en la que persistieron prácticas colusivas y de poder de mercado que implicaron altos costes, por ejemplo en el mercado de préstamos (Jaumandreu y Lorences, 2002). En todo caso, el cambio de reglas financieras se hizo efectivo en España en un escenario bien distinto al analizado por Terberger (2003) para el caso alemán (19).

## V. LA REGULACIÓN PRUDENCIAL

El sistema financiero español experimentó un proceso de reforma liberalizadora, desde mediados de la década de los setenta,

que implicó que el Estado abandonase el tipo de intervencionismo discrecional que practicaba, consistente en una posición de planificación y eliminación de los mecanismos de mercado. Pero este proceso de liberalización financiera no implicó una desregulación que negase un espacio de actuación a los poderes públicos, sino que el éxito de la transición financiera vino dado, en buena medida, por la capacidad del Estado de readaptar su actuación en materia financiera hacia una regulación prudencial que respetase y fomentase el mecanismo de mercado, abordase la supervisión y control de los riesgos bancarios y estableciese un marco institucional adecuado para la eficiencia de los mercados financieros. Entre los avances teóricos de la nueva economía institucional está reforzar el papel económico del Estado en la formación y funcionamiento de los mercados, determinando el marco legal, estableciendo los mecanismos de ejecución de contratos y abordando la solución de los problemas informacionales. En este sentido, la «mano invisible» se visualiza en un conjunto de rasgos institucionales que dan forma al mercado: la regulación prudencial asume la supervisión y control por motivos de prudencia y emula los mecanismos del mercado perfecto. Tanto la regulación de la actividad bancaria (regulación del seguro de depósito, intervención y cierre de las entidades bancarias, regulación del riesgo sistémico) como la de los mercados financieros (en aspectos como transparencia, información y negociación) se convierten en claves del papel económico del Estado, y son analizados desde la teoría de la regulación financiera (Freixas, 1998).

En concreto, la regulación prudencial intenta establecer una red de seguridad para los mercados de capitales que elimine riesgos,

prevenga insolvencias bancarias, minimice los efectos de transmisión al conjunto de la economía, mejore la eficiencia en el sistema de pagos y asegure la estabilidad del sistema financiero, afrontando así problemas organizativos, de asimetrías informativas y de gestión de riesgos (20) (Arias, 2000; Humphrey, 2000; Santomero, 2000). Pues bien, el funcionamiento adecuado de la regulación prudencial requiere que las instituciones del país faciliten la reducción de una amplia gama de costes de transacción. De hecho, y a modo de ejemplo, una red de seguridad se justifica no sólo por los intereses de los clientes, sino también para que las entidades financieras puedan efectuar transacciones entre ellas con costes menores (Freixas, 1998). En este sentido, aspectos como la fiabilidad de los sistemas contables, la eficiencia de los mecanismos informacionales y las garantías de ejecución de contratos se convierten en variables claves para una adecuada regulación prudencial (Arias y Caballero, 2002). Y es importante señalar que estas variables tienden a conseguir un mejor funcionamiento en un Estado contractual y democrático basado en las reglas del derecho, mientras experiencias recientes evidencian cómo sistemas políticos no democráticos establecen densas relaciones entre gobierno y negocios que impiden la transparencia, la reducción de costes de transacción y una regulación prudencial exitosa (Lanyi y Lee, 1999; Arias y Caballero, 2002).

El cambio de modelo de régimen político en la segunda mitad de la década de los setenta generó una adecuada estructura institucional sobre la que edificar los mercados financieros. En la medida en que estos mercados generan un entorno inestable con mayor riesgo de crisis financiera, se

hizo necesaria una regulación que acotase las condiciones de riesgo de los intermediarios financieros. Esta regulación encontró en el nuevo modelo de Estado un adecuado marco institucional, siendo ésta una cuestión importante en la medida en que el desarrollo financiero puede incrementar considerablemente los niveles de riesgo. De hecho, la liberalización, a la vez que incrementó la competencia y erosionó el poder de mercado de los bancos, estableció incentivos para adoptar niveles de riesgo crediticio mayores (Salas y Saurina, 2003).

La fragilidad del sector bancario, los problemas de riesgo moral y los amplios costes de las crisis bancarias exigen la atención del regulador (Vives, 2001). Las prescripciones normativas de política financiera del *Informe sobre el Desarrollo Mundial de 2002* recomiendan mejorar el entorno jurídico y reglamentario, garantizando los derechos de los inversores externos y estableciendo mecanismos eficientes para hacer cumplir las obligaciones contractuales, así como favoreciendo que se genere información exacta sobre las instituciones financieras (Banco Mundial, 2002).

El sistema financiero del franquismo estaba escasamente vigilado en su solvencia. Para paliar este déficit tras el establecimiento del sistema democrático, se adoptaron medidas consecutivas y graduales. Como ejemplos, la reforma de 1977 creó el Fondo de Garantía de Depósitos, y la reforma de 1981, a través del Real Decreto 73/81, de 16 de enero, estableció para la banca un depósito obligatorio con la finalidad de estimular su financiación a largo plazo (21).

Junto a los avances de 1979 y 1981 en la reforma financiera, en

1985 la Ley 13/1985, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, no solamente permitió la tendencia de liberalización, sino que incorporó una profundización en las garantías de solvencia de las entidades de crédito. Así lo reflejan medidas como la reforma del coeficiente de garantía, que pasó a establecer el nivel de recursos propios según el grado de riesgo de sus operaciones activas y no en función de los recursos ajenos, que era como establecía la normativa anterior (Parejo *et al.*, 2001).

Asimismo, los problemas de quiebras bancarias que existieron a finales de los setenta y primeros ochenta pusieron en evidencia la necesidad de extremar los cuidados que garantizasen la solvencia de las entidades financieras. La Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, constituyó un ejemplo de regulación prudencial.

Tras el impulso de la modernización de los mercados financieros en las décadas de los setenta y ochenta, en la transición a los noventa (1987-1992) el sistema bancario experimentó sobre la senda de desregulación una estricta regulación prudencial de capital (Altunbas, Carbó y Gardner, 2000). El cambio institucional del país permitió continuar desarrollando la regulación prudencial en la década de los noventa (22). En este sentido, se perfiló una regulación bancaria que relacionaba los niveles de riesgo y capital bancario (CAR2) de forma acorde con las prescripciones del Comité de Basilea para la Regulación y Supervisión Bancaria (23). Esta regulación tuvo un impacto contrastado sobre los niveles de capital bancario, aunque con ciertas diferencias para pe-

ríodos como 1987-1992 ó 1993-1996 (Altunbas, Carbó y Gardner, 2000), y se verificó que los excedentes de capital sobre requerimientos de recursos propios de bancos y cajas en España mantienen una relación negativa con la posición en el ciclo económico, relación especialmente intensa en las fases expansivas (Ayuso, Pérez y Saurina, 2004).

Un adecuado funcionamiento de la regulación prudencial requiere varias condiciones (Arias, 2000). 1) La existencia de mercados de una dimensión operativa suficientemente elevada y con un grado razonable de concentración. Los mercados deben funcionar adecuadamente para que la regulación prudencial también lo haga. 2) Los agentes reguladores y de supervisión deben estar dotados de una adecuada capacidad técnica. 3) Debe haber una adecuada distribución de información entre los agentes y confianza en la ejecución de contratos y normas vigentes (importa el nivel de protección que genera el sistema legal). 4) La secuencia de cambios institucionales y políticas de regulación requiere que la liberalización de mercados financieros se lleve a cabo tras la adecuación previa de restricciones institucionales (cultura de supervisión; sistemas contables, legales y judiciales; normas y hábitos). Junto a estas condiciones, trabajos recientes destacan que el regulador debe prestar una atención especial al riesgo crediticio de los distintos bancos individuales, teniendo en cuenta las variables micro, además de establecer los requerimientos de capital (Salas y Saurina, 2003).

Estas condiciones explican en buena medida alguno de los fracasos de la reforma financiera en países en desarrollo. Por el contrario, el cambio institucional en España permitió formar mercados

financieros sobre los que aplicar la regulación prudencial, dotar de capacidad técnica a la Administración pública y al Banco de España, crear un entorno estable y creíble, y solucionar restricciones institucionales en un proceso de europeización que moderniza los mercados financieros españoles. Esta senda institucional facilitó la modernización financiera y permitió desarrollar ciertas tendencias de mejoras de eficiencia y seguridad en los sistemas de pagos españoles (Núñez y Leiva, 2003), los procesos de fusión y adquisición (Fuentes y Sastre, 1999), la aplicación de mejoras tecnológicas que reducen los costes de la operativa bancaria —cajeros automáticos, pagos electrónicos (Fuentes y Sastre, 2002; Carbó, Humphrey y López del Paso, 2003)— y el crecimiento en los niveles de eficiencia del sistema bancario (24) (Tortosa, 2003). Este nuevo escenario implicó que las entidades tuvieran que adaptarse estratégicamente al nuevo entorno (Fuentes, 2002).

En los últimos años ha emergido un conjunto de aportaciones que destaca que el desarrollo de un sistema financiero depende en gran medida de la protección de la propiedad privada (La Porta *et al.*, 1998; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998; Johnson *et al.*, 2002). Pues bien, el Estado contractual constituye una garantía para la credibilidad de los derechos de propiedad en el sentido *northiano* y *olsoniano*, especialmente en la medida en que se enmarca en un entramado institucional homologable al europeo. De este modo, el desarrollo financiero español siguió un proceso de evolución gradual, en el que las inversiones de capital autofinanciadas dejaron lugar primero al financiamiento vía endeudamiento a través del sistema bancario y luego desarrollaron los mercados de capital como instrumento para captar fondos.

En la medida en que la «calidad institucional» mejoró, en el sentido de La Porta *et al.* (1999), fue viable una regulación prudencial, que permitió no sólo la intermediación de los agentes financieros, sino también el consiguiente desarrollo de los mercados de valores. De hecho, para que estos puedan desarrollarse se exige la firme protección de los accionistas minoritarios, buenos sistemas de información pública y baja corrupción. El Estado contractual permitió avanzar en este sentido.

#### **VI. LAS CAJAS DE AHORROS, UN CASO DE ESTRUCTURA DE GOBERNANZA EN EL CAMBIO INSTITUCIONAL Y LA REFORMA FINANCIERA**

Los procesos de cambio institucional conllevan modificaciones en la estructura de incentivos a la que se enfrentan los jugadores de una economía. Paralelamente, las acciones de estos jugadores conllevan efectos, intencionados o no, sobre el proceso de cambio institucional. En el caso de la transición financiera española, la dinámica institucional cambia las «reglas de juego» del sistema financiero. Este sistema incorpora una diversidad de estructuras de gobernanza de organizaciones financieras, entre las que la distinción entre bancos y cajas de ahorros constituye un estudio de caso. La estructura de gobernanza de las cajas posee mecanismos internos de control más débiles que los que poseen los bancos (Crespí *et al.*, 2004). El cambio de reglas afecta a estas estructuras de gobernanza y al papel que cada una de ellas juega en los mercados financieros y, por otra parte, la dinámica de competencia entre organizaciones económicas que bus-

can sobrevivir afecta al cambio institucional. De este modo, se perfila una agenda de investigación sobre las interrelaciones entre el cambio de las instituciones (reglas) financieras y la acción, competencia y cooperación de las estructuras de gobernanza financiera (jugadores), agenda a desarrollar desde el enfoque de la nueva economía institucional (25). En este sentido, existe evidencia empírica sobre cómo los procesos regulatorios afectan de distinta forma a bancos y cajas, por ejemplo en Grifell-Tatjé y Lovell (1997). Este apartado tiene por objeto pasar del análisis institucional más general realizado a lo largo de este artículo a una aproximación centrada en el nivel de acción de las organizaciones, tomando a las cajas de ahorros para una introducción a un análisis de caso.

La estructura de gobernanza de las cajas de ahorros ha sido peculiar (Cuervo, 2003) y fruto de una experiencia histórica en la que ha experimentado diversas etapas. Las instituciones formales del sistema financiero conllevan efectos claros sobre la constitución y organización de las cajas de ahorros, y desde el siglo XIX aparecen ya decisiones de carácter intervencionista sobre las cajas (Sancho, 1984). El conjunto de reglas financieras del franquismo establecía una tutela para las cajas de ahorro que, entre otros efectos, las convirtió en los mayores contribuyentes brutos a la financiación privilegiada, en mayor medida que los bancos, tanto en proporción a sus propios recursos como en términos absolutos (Poveda, 1980). Los circuitos privilegiados de financiación pasaban especialmente por las cajas de ahorros (véase gráfico 1), y éstas soportaban una injustificada discriminación en relación con el porcentaje de sus depósitos que discurrían por canales de natura-

leza compulsiva. El conjunto de inversión obligatoria que asumían las cajas representaba todavía a principios de la década de los ochenta más del 50 por 100 de sus recursos ajenos, en una situación claramente discriminante respecto a otros intermediarios financieros (Pereira, 1981; Sancho, 1984). En la medida en que la reforma financiera implicó la reducción de estos circuitos, las cajas fueron consiguiendo mayores grados de autonomía, si bien el gradualismo del proceso mantuvo las desigualdades respecto a los bancos durante cierto tiempo (Álvarez Rendueles, 1981).

La «actividad economizadora» de las cajas de ahorros en su función de organizaciones se realiza en un tercer nivel de análisis social, conforme a Williamson (2000), pero su acción conlleva efectos sobre los procesos de «economización de primer nivel» que determinan las reglas financieras. En este sentido, la consecución de una identidad no tutelada por parte de las cajas de ahorros impuso una dinámica de mayor dinamismo y liberalización en el sistema financiero. El Decreto 2290, de 27 de agosto de 1977, afectó claramente a la gobernanza de las cajas (26) (Fuentes Quintana, 1984). En este proceso, la conexión de las cajas de ahorros con algunos de los máximos impulsores de la reforma financiera española permite entender cómo el pensamiento económico que se asentó en este tipo de organización financiera asumió adecuadamente las bases de la estrategia gradualista de liberalización. En esta línea de argumentación es suficiente con señalar la figura del profesor Fuentes Quintana, máximo impulsor de la reforma económica de la transición, con fuerte influjo posterior en las Cajas de Ahorros Confederadas. Los fundamentos teóricos del enfoque

*northiano* de la nueva economía institucional asumen la importancia de las creencias y los modelos mentales de los individuos para explicar el comportamiento económico tanto de agentes individuales como de organizaciones, a diferencia de las teorías ortodoxas que asumen racionalidad sustantiva.

Entre otros aspectos, las cajas asumieron la necesidad de afrontar el reto de la competencia, de adaptarse al nuevo marco institucional y de llevar a la práctica modificaciones organizativas, tal como prescribía Valle (1984). Esto implicó que llevaran a cabo procesos de fusión y que incorporasen avances tecnológicos, cuestiones que afectan a los costes y a las posibles economías de escala (Maudos, 1994; Raymond, 1994). De este modo, las cajas aprovecharon las posibilidades que las nuevas reglas formales les dieron al dotarlas de mayor, y con el tiempo creciente, autonomía, y combinaron la doble cualidad de entidades de crédito plenas y de fundaciones benéfico-sociales que dedican sus beneficios netos de impuestos a una obra social (27). El dinamismo que ejercitaron supone un caso de readaptación organizativa en un escenario de diversidad que incorpora intermediarios como los bancos y las cajas de ahorros (28). Esta diversidad organizativa genera una competencia en el sistema entre fórmulas de gobernanza, y quien adopte estrategias erradas será castigado por la disciplina de mercado y puede correr el riesgo de desaparecer (Crespí *et al.*, 2004; Cuervo, 2003; Herrero y Carbajo, 2003). Sin embargo, un análisis detallado como el realizado por Carbó, López del Paso y Rodríguez (2003), calculando el estadístico-H de Rosse-Panzar y el índice de Lerner, permite precisar y matizar sobre los niveles de competencia

en el sector bancario español por sectores, períodos y regiones.

## VII. CONCLUSIONES

Este artículo ha analizado el proceso de transición financiera española de la jerarquía al mercado en España, desde un enfoque de economía política que asume las lecciones de la Nueva Economía Institucional. Los siguientes puntos intentan recoger, a modo de resumen, el argumento y las principales conclusiones de este artículo. 1) Las instituciones y el desarrollo financiero aparecen en los últimos tiempos como dos variables claves a la hora de explicar el crecimiento económico de los distintos países. 2) El cambio institucional tiene un efecto directo sobre el crecimiento económico, y uno indirecto a través de su influencia sobre el desarrollo financiero. 3) El marco institucional (reglas formales, normas informales, mecanismo de cumplimiento) de la economía de un país explica el funcionamiento de las reglas del sistema financiero, y en particular del sistema de regulación prudencial. 4) Las recientes experiencias de reformas financieras inundadas de problemas y fracasos por los fallos institucionales han dotado de un alto valor añadido a los análisis financieros que asumen las bases teóricas de la Nueva Economía Institucional. 5) En España, el proceso de cambio institucional explica la formación de la política económica moderna, también en el caso de la política financiera. 6) El modelo de Estado depredador del franquismo, en términos *northianos*, establecía una ineficiente jerarquía financiera de intencionalidad distributiva que imponía altos costes de transacción al sistema, y que se plasmaba en mecanismos como los circuitos privilegiados de financiación. 7) A pesar de los altos costes que este siste-

ma de gobernanza implicaba en términos de eficiencia y crecimiento, tales instituciones consiguieron sobrevivir en la medida en que constituían un equilibrio institucional *self-enforcing*. 8) El paso del Estado depredador al contractual en España permitió romper el equilibrio financiero de intereses que encubría la dictadura, y permitió la modernización financiera. 9) La variable institucional nos permite constituir una explicación de la reforma financiera española que supera los enfoques de la teoría económica de grupos, de las teorías del interés público y de los enfoques explicativos con base en factores internacionales. 10) El cambio político generó un nuevo esquema de incentivos para el *policy-making* y permitió una reforma de liberalización financiera, la transición financiera de la jerarquía al mercado y la aplicación de la regulación prudencial. 11) El éxito de este tipo de regulación sólo puede entenderse en la medida en que se aplica sobre un Estado contractual *northiano* y unas instituciones que favorecen los mercados y el crecimiento económico. 12) De este modo, el Estado español modificó totalmente su papel de intervención en los mercados financieros. 13) La transición financiera en España se configuró como un proceso gradualista, con una adecuada secuencia de decisiones acordes con el proceso global de cambio institucional del país. 14) Un análisis de caso sobre cómo el cambio institucional afecta a las estructuras de gobernanza en un «segundo nivel de actividad economizadora» puede plantearse a través del estudio de las cajas de ahorros. 15) Las cajas de ahorros mostraron una alta adaptación a las reformas financieras y al sistema de mercado, y se convirtieron en un elemento de diversidad organizativa que afecta al proceso de cambio y dinamismo institucional.

Este artículo propone una agenda de investigación sobre las relaciones entre cambio institucional y reformas financieras en España que introduce desarrollos teóricos recientes que proceden de la Nueva Economía Institucional. La importancia de estos aspectos para el crecimiento económico dota al caso español de alto interés como fuente de lecciones hacia las economías en desarrollo y de transición.

#### NOTAS

(\*) El autor agradece los comentarios del profesor Juan Ramón QUINTÁS, así como las sugerencias realizadas por un evaluador.

(1) La Nueva Economía Institucional se ha edificado sobre la noción *coaseana* de costes de transacción (COASE, 1937 y 1960) y la *northiana* de instituciones (NORTH, 1990). La concesión del premio Nobel de economía a Ronald COASE en 1991 y a Douglass NORTH en 1993 impulsó y acreditó un programa de investigación que incorpora el peso de las instituciones a la hora de explicar la realidad económica (Caballero, 2002).

(2) Véase HAGGARD *et al.* (1993) para una aproximación a ciertas experiencias de relación entre reformas financieras e instituciones. Especialmente relevantes resultan BURKI y PERRY (1998) presentando los problemas institucionales de las experiencias de reforma financiera en Latinoamérica.

(3) De este modo se supera el debate primario sobre la represión financiera en los términos establecidos acertadamente por HAGGARD *et al.* (1993).

(4) Este «éxito español» no impide reconocer problemas y deficiencias en los mercados financieros españoles, los cuales no niegan el carácter exitoso global.

(5) Los costes de transacción son los costes requeridos para llevar a cabo la función de transacción. Analizando la transacción como un contrato, los costes de ésta se derivan de la suscripción *ex-ante* de un contrato y de su control y cumplimiento *ex-post*. Incluyen los costes de información y ejecución, entre otros (ALLEN, 1991). Este tipo de costes no resulta ajeno a la economía bancaria, si bien ésta adopta una noción más restringida de los mismos (FREIXAS y ROCHET, 1997).

(6) El enfoque *northiano* de la Nueva Economía Institucional distingue a las instituciones, entendidas como reglas de juego, y a las organizaciones, concebidas como colectivos de individuos que se agrupan a través de una estructura de gobernanza para convertirse en jugadores. Es precisamente en este sentido en

el que en este artículo usamos la noción de institución.

(7) Véase ARON (2000) para una revisión de la literatura empírica sobre las relaciones entre instituciones y crecimiento económico.

(8) En todo caso, reconocemos la simplificación teórica del modelo de Estado que presentamos. Un enfoque enriquecido debería tener en cuenta las restricciones de costes de transacción, la dimensión histórica y los sistemas de creencias, entre otros elementos.

(9) En todo caso, el franquismo no puede considerarse como un período homogéneo, sino que su dinámica institucional consta de varias etapas: los años cuarenta, los años cincuenta, y la etapa final tras el Plan de Estabilización.

(10) En todo caso, hay diferentes vías a través de las que se puede plasmar este efecto indirecto (DEMETRIADES y HOOK, 2004). Trabajos como DE LA FUENTE y MARÍN (1996) formulan modelos teóricos que analizan la interacción entre crecimiento y desarrollo financiero.

(11) Esta era una ley programática que incluía una serie de principios generales orientadores de la política económica posterior: la reorganización de la autoridad monetaria y de crédito el reforzamiento de los mecanismos de financiación a medio y largo plazo el desarrollo del mercado de emisiones y la especialización bancaria.

(12) La provisión de financiación privilegiada obligaba a una política monetaria expansiva de efectos inflacionistas.

(13) Junto a estos dos grandes rasgos, podemos señalar el rígido control de los tipos de interés por parte de las autoridades, el crecimiento de la banca privada y su estructura oligopolística, la convertibilidad exterior de la peseta en 1959 y la liberalización del comercio exterior, así como el escaso peso del mercado de valores, que se limitaba casi al de acciones.

(14) No obstante, debe señalarse que en el sector bancario existía diversidad de opiniones sobre las instituciones financieras del franquismo, tal como recoge TORTELLA (1994). En esta línea argumental, POVEDA (1980) señala cómo ya a principios de los setenta el sector bancario percibía la inconveniencia del sistema de circuitos privilegiados.

(15) A principios de la década de los setenta se percibía la inviabilidad del sistema fiscal del franquismo, y de hecho en 1973 el Ministerio de Hacienda formuló una propuesta de reforma fiscal. Sin embargo, la reforma fiscal tuvo que esperar al cambio político para ser ejecutada.

(16) Este paquete de medidas incluía el aumento del tipo básico de redescuento del Banco de España, una mayor liberalización de tipos de interés de operaciones activas y pasivas, la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria, una mayor equiparación de cajas de ahorros y banca privada y nueva normativa sobre los préstamos de regulación monetaria en la política monetaria (PAREJO, *et al.* 2001).

(17) En este año fueron relevantes la orden de 17 de enero del Ministerio de Economía y el Real Decreto 73/81, de 16 de enero.

(18) Estas tendencias se desarrollaron en un contexto de internacionalización e innovación financiera del sistema financiero español.

(19) En el caso alemán, que analiza este trabajo con lecciones procedentes de la nueva economía institucional, el sistema exhibió una gran resistencia al cambio a pesar de las numerosas reformas.

(20) La regulación prudencial incluye normas relativas a la suficiencia del capital, a la clasificación de préstamos, a la constitución de reservas y los límites impuestos al crédito a prestatarios relacionados con los bancos. Véase BANCO MUNDIAL (2002) para una exposición de interés sobre la temática de instituciones y regulación prudencial.

(21) Este depósito, indisponible y no remunerado, no computable en el coeficiente de caja, sólo podía liberarse mediante concesión de créditos a plazo medio no inferior a tres años o compra de obligaciones emitidas por sociedades y entidades españolas no financieras, sin que estos créditos o valores fueran computables en el coeficiente de inversión.

(22) Ésta incluyó la adaptación de los fondos de garantía de depósitos a la directiva comunitaria de 1994, los desarrollos por circulares que el Banco de España hizo sobre la ley de recursos propios y en materia de supervisión, la creación del Registro de Estatutos de las entidades de crédito en el Banco de España, la ley y reglamento sobre prevención y control del blanqueo de capitales, y la ley de ordenación y supervisión de los seguros privados (PAREJO *et al.*, 2001).

(23) En un reciente trabajo, REPULLO (2004) analiza cómo los requerimientos de capital pueden permitir que se alcance un equilibrio prudente en el sistema, mostrando conclusiones distintas a las de HELLMAN, MURDOCK y STIGLITZ (2000). La literatura teórica reciente incluye también otras aportaciones de interés sobre el sistema financiero, tales como REPULLO y SUÁREZ (2000) y PEROTTI y SUÁREZ (2002).

(24) Respecto a las consideraciones de eficiencia, existe una amplia literatura reciente que plantea cuestiones de relevancia con distintos tipos de enfoque, períodos y objetivos. Entre ellos, GRIFELL-TATJÉ y LOVELL (1997) estudian las fuentes del cambio en la productividad de los bancos y cajas de ahorros en España para el período 1986-1993, analizando los efectos sobre distintos niveles de eficiencia. DIETSCH y LOZANO VIVAS (2000) han analizado, a través de un enfoque paramétrico, el peso de ciertas variables del entorno sobre la eficiencia bancaria en Francia y España desde 1988 a 1992. MAUDOS *et al.* (2002) analizan la eficiencia en costes y beneficios para una muestra de diez países europeos en el período 1993-1996 y estudian el peso de diferentes variables a la hora de explicar la eficiencia. MAUDOS y FERNÁNDEZ DE GUEVARA (2004) estudian el papel

de distintos factores en la determinación del margen de intereses en los sistemas bancarios de un grupo de países europeos, entre ellos España, para 1993-2000. CARBÓ y HUMPHREY (2004) estudian los efectos sobre los costes de una serie de veintidós fusiones llevadas a cabo en España durante el período 1986-2000.

(25) Un tema relevante incorporado a esta agenda lo constituye el estudio del nivel de extensión de la industria bancaria en el contexto institucional de la globalización económica, de acuerdo con la tradición abierta por COASE (1937), analizando desde esta óptica un fenómeno estudiado por BERGER *et al.* (2003).

(26) La competitividad de las cajas se manifestó en las cuotas de mercado que ganaron a la banca comercial desde el Real Decreto 2290/77, y especialmente desde el Real Decreto 1582/88 (HERRERO y CARBAJO, 2003).

(27) Las cajas de ahorros han mostrado la validez de su modelo organizativo para abordar su función financiera y a la vez atender determinadas necesidades sociales. En este sentido, junto a su obra benéfico social, las cajas han desarrollado una función de reducción de la exclusión financiera (CARBÓ y LÓPEZ DE PASO, 2002).

(28) Véase PÉREZ-DÍAZ *et al.* (1998) para una aproximación a cómo la población española percibe la experiencia de diversidad que constituye la existencia de cajas y bancos.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, D.W. (1991), «What are transaction costs?», *Research in Law and Economics*, número 14: 1-18.
- ALTUNBAS, Y.; CARBÓ, S., y GARDENER, E. (2000), «CAR 2: the impact of CAR on bank capital augmentation in Spain», *Applied Financial Economics*, vol. 10, n.º 5: 507-518.
- ÁLVAREZ RENDUELES, J. R. (1981), «La liberalización como criterio de reforma del sistema financiero», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 7: 30-32.
- ARIAS, X. C. (2000), «Liberalización y seguridad financiera en los mercados emergentes», *Revista de Comercio Exterior*, vol. 50, número 6: 484-493.
- ARIAS, X. C., y CABALLERO, G. (2002), «The institutional foundations of democratic reforms in Spain: The case of financial regulation», *Annual Conference of the International Society for New Institutional Economics*, MIT, Cambridge, Estados Unidos.
- ARON, J. (2000), «Growth and institutions: A review of the evidence», *The World Bank Research Observer*, 15: 99-135.
- AYUSO, J.; PÉREZ, D., y SAURINA, J. (2004), «Are capital buffers pro-cyclical?: Evidence from Spanish panel data», *Journal of Financial Intermediation* (en prensa).

BANCO MUNDIAL (2002), *Instituciones para los mercados*, Informe sobre el Desarrollo Mundial, n.º 24, Ediciones Mundi-Prensa, Madrid.

BERGER, A.; DAI, Q.; ONGENA, S., y SMITH, D. C. (2003), «To what extent will the banking industry be globalized? A study of bank nationality and reach in 20 European nations», *Journal of Banking & Finance*, 27: 383-415.

BURKI, J., y PERRY, G. E. (1998), *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*, Latin America and Caribbean Studies Viewpoints Series, World Bank, Washington DC.

CABALLERO, G. (2001), «From the predatory State to the Spanish contractual State, 1939-1978. A Northian vision on institutions and economy», *Seminar on The Role of Institutions*, European Historical Economics Society, Trinity College, Dublin, Irlanda.

— (2002), «El programa de la Nueva Economía Institucional: lo macro, lo micro y lo político», *Ekonomiaz*, n.º 50: 230-261.

CARBÓ, S., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2002), «La inclusión financiera: Un paso cualitativo más», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 170: 79-90.

CARBÓ, S.; LÓPEZ DEL PASO, R., y RODRÍGUEZ, F. (2003), «Medición de la competencia en mercados bancarios regionales», *Revista de Economía Aplicada*, n.º 32: 5-33.

CARBÓ, S., y HUMPHREY, D. (2004), «Predicted and actual costs from individual bank mergers», *Journal of Economics and Business*, 56: 137-157.

CARBÓ, S.; HUMPHREY, D., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2003), «Effects of ATMs and electronic payments on banking costs», *Documento de Trabajo*, n.º 177, FUNCAS, Madrid.

CASTRO FERNÁNDEZ, A. E. (1996), *El comportamiento financiero de las familias*, Colección Estudios, CES, Madrid.

COASE, R. H. (1937), «The nature of the firm», *Economica*, n.º 4: 386-405.

— (1960), «The problem of social cost», *Journal of Law and Economics*, vol. 3, n.º 1: 1-44.

CRESPI, R., GARCÍA-CESTONA, M. A., y SALAS, V. (2004), «Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?», *Journal of Banking & Finance* (en prensa).

CUERVO, A. (2003), «El buen gobierno de sociedades y las cajas de ahorros», *Economistas*, n.º 98: 68-82.

DE LA FUENTE, A., y MARÍN, J. M. (1996), «Innovation, bank monitoring, and endogenous financial development», *Journal of Monetary Economics*, 38: 269-301.

DEMETRIADES, P., y HOOK LAW, S. (2004), «Finance, institutions and economic growth», *Working Paper* n.º 04/5, University of Leicester.

<p>DEMIRGÜC-KUNT, A., y DETRAGIACHE, E. (1998), «The determinant of banking crises in developing and developed countries», <i>IMF Staff Papers</i>, vol. 45, n.º 1: 81-89.</p> <p>DEMIRGÜC-KUNT, A., y MAKSYMOWICZ, V. (1998), «Law, finance and firm growth», <i>Journal of Finance</i>, vol. 53, n.º 6: 2107-2137.</p> <p>DIETSCH, M., y LOZANO-VIVAS, A. (2000), «How the environment determines banking efficiency: A comparison between French and Spanish industries», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 24: 985-1004.</p> <p>Dixit, A. K. (1996), <i>The Making of Economic Policy: A Transaction-Cost Politics Perspective</i>, The MIT Press, Cambridge.</p> <p>— (2003), «Some lessons from transaction-cost politics for less-developed countries», <i>Economics and Politics</i>, volumen 15, número 2: 107-133.</p> <p>FREIXAS, X. (1998), «Regulación financiera», <i>Moneda y Crédito</i>, n.º 206: 11-42.</p> <p>FREIXAS, X., y ROCHET, J. C. (1997), <i>Economía bancaria</i>, Antoni Bosch, Barcelona.</p> <p>FUENTES, I. (2002), «Evolución reciente de la estructura de negocio de las entidades bancarias españolas», <i>Boletín Económico</i>, Banco de España, junio: 43-53.</p> <p>FUENTES, I., y SASTRE, T. (1999), «Mergers and acquisitions in the Spanish banking industry: Some empirical evidence», <i>Documento de Trabajo</i>, n.º 9924, Banco de España</p> <p>— (2002), «Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas», <i>Boletín Económico</i>, Banco de España, enero: 79-91.</p> <p>FUENTES QUINTANA, E. (1983), «Hacienda democrática y reforma fiscal. Notas para un balance de la reciente experiencia histórica española», en ANES, G. et al. (eds), <i>Historia económica y pensamiento social</i>: 475-521, Alianza Editorial/ Banco de España, Madrid.</p> <p>— (1984), «Sistema financiero y crisis económica: balance y enseñanzas de la experiencia española», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 18: 2-49.</p> <p>— (1993), «Tres decenios largos de la economía española en perspectiva»: 1-140, en GARCÍA DELGADO, J. L., <i>España, Economía</i>, Espasa Calpe, Madrid.</p> <p>GRIFELL-TATJÉ, E., y LOVELL, C. (1997), «The sources of productivity change in Spanish banking», <i>European Journal of Operational Research</i>, 98: 364-380.</p> <p>HAGGARD, S.; LEE, CH. H., y MAXFIELD, S. (1993), <i>The Politics of Finance in Developing Countries</i>, Cornell University Press, Nueva York.</p> <p>HELLMAN, T.; MURDOCK, K., y STIGLITZ, J. (2000), «Liberalization, moral hazard in banking</p>	<p>and prudential regulation: Are capital requirements enough?», <i>American Economic Review</i>, 90: 147-165.</p> <p>HERRERO, T., y CARBAJO, A. (2003), «Las cajas de ahorros como una forma eficiente de empresa», <i>Economistas</i>, n.º 98: 83-92.</p> <p>HUMPHREY, D. B. (2000), «Sistemas de pago: eficiencia, riesgo, consolidación y política monetaria», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 84-85: 307-316.</p> <p>JAUMANDREU, J., y LORENCE, J. (2002), «Modelling price competition across many markets (an application to the Spanish loans market)», <i>European Economic Review</i>, 46: 93-115.</p> <p>JOHNSON, S.; McMILLAN, J. C., y WOODRUFF, C. (2002), «Property rights and finance», <i>The American Economic Review</i>, vol. 92, número 5: 1335-1357.</p> <p>LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1998), «Law and finance», <i>Journal of Political Economy</i>, vol. 106, n.º 6: 1113-1155.</p> <p>— (1999), «The quality of government», <i>Journal of Law, Economics and Organization</i>, vol. 15, n.º 1: 222-279.</p> <p>LANYI, A., y LEE, Y. (1999), «Governance aspects of the East Asian financial crisis», <i>Annual Conference of the International Society for New Institutional Economics</i>, Washington DC.</p> <p>LEVINE, R. (1997), «Financial development and economic growth: Views and agenda», <i>Journal of Economic Literature</i>, vol. 35, número 2: 688-726.</p> <p>— (2003), «More on finance and growth: More finance, more growth?», <i>Federal Reserve Bank of St. Louis Review</i>, vol. 85, número 4: 31-46.</p> <p>LUKAUSKAS, A. (1997), «Democratization and finance: The politics of financial deregulation in Spain», <i>Working Paper</i>, 104, CEACS, Instituto Juan March, Madrid.</p> <p>MAUDOS, J. (1994), «Cambio tecnológico, costes y economías de escala en las cajas de ahorros», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, número 58: 126-140.</p> <p>MAUDOS, J., y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2004), «Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union», <i>Journal of Banking and Finance</i> (en prensa).</p> <p>MAUDOS, J.; PASTOR, J.; PÉREZ, F., y QUESADA, J. (2002), «Cost and profit efficiency in European banks», <i>Journal of International Financial Markets, Institutions and Money</i>, 12: 33-58.</p> <p>MOSHIRIAN, F., y SZEGÖ, G. (2003), «Markets and institutions: Global perspectives», <i>Journal of Banking &amp; Finance</i>, 27: 1213-1218.</p> <p>NORTH, D. C. (1981), <i>Structure and Change in Economic History</i>, W. W. Norton, Nueva York.</p>	<p>— (1989), «Institutions and Economic Growth: An Historical Introduction», <i>World Development</i>, vol. 17, n.º 9: 1319-1332.</p> <p>— (1990), <i>Institutions, Institutional Change and Economic Performance</i>, Cambridge University Press, Cambridge.</p> <p>— (1994), «Economic Performance through Time», <i>The American Economic Review</i>, vol. 84, n.º 3: 359-368.</p> <p>NORTH, D. C., y WEINGAST, B. R. (1989), «Constitutions and commitment: The evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England», <i>The Journal of Economic History</i>, vol. 49, número 4: 803-832.</p> <p>NÚÑEZ, S., y LEYVA, M. L. (2003), «La contribución de los sistemas de pagos a la estabilidad financiera. El caso español», <i>Estabilidad Financiera</i> (Banco de España), número 5: 79-107.</p> <p>NYE, J. V. (1997), «Thinking about the State: Property rights, trade, and changing contractual arrangements in a world with coercion», en DROBAK, J., y NYE, J. (eds.), <i>The Frontiers of the New Institutional Economics</i>: 121-144, Academic Press, San Diego.</p> <p>OLSON, M. (2000), <i>Power and Prosperity</i>, Basic Books, Nueva York.</p> <p>ONTIVEROS, E., y VALERO, F. J. (2003), «El sistema financiero español desde la Constitución», <i>Economía Industrial</i>, n.º 349-350: 111-126.</p> <p>PAREJO, J. A.; CUERVO, A.; CALVO, A., y RODRÍGUEZ SAÍZ, L. (2001), <i>Manual del sistema financiero español</i>, Ariel Economía, Barcelona.</p> <p>PEREIRA, J. J. (1981), «La situación de las cajas de ahorros ante la reforma del sistema financiero», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, número 9: 257-277.</p> <p>PÉREZ-DÍAZ, V.; RODRÍGUEZ, J. C., y CHULIÁ, E. (1998), «Cajas y bancos: una experiencia de diversidad institucional», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 74-75: 260-283.</p> <p>PEROTTI, E. C., y SUÁREZ, J. (2002), «Last bank standing: What do I gain if you fail?», <i>European Economic Review</i>, 46: 1599-1622.</p> <p>POVEDA, R. (1980), «Los circuitos privilegiados del sistema crediticio», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 3: 114-135.</p> <p>RAYMOND, J. L. (1994), «Economías de escala y fusiones en el sector de cajas de ahorros», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 58: 113-125.</p> <p>REPULLO, R. (2004), «Capital requirements, market power and risk-taking in banking», <i>Journal of Financial Intermediation</i> (en prensa).</p> <p>REPULLO, R., y SUÁREZ, J. (2000), «Entrepreneurial moral hazard and bank monitoring: A mo-</p>
---	--	--

<p>del of the credit channel», <i>European Economic Review</i>, 44: 1931-1950.</p> <p>SALAS, V., y SAURINA, J. (2003), «Deregulation, market power and risk behaviour in Spanish banks», <i>European Economic Review</i>, 47: 1061-1075.</p> <p>SANCHO, J. J. (1984), «El futuro de las cajas de ahorros», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, número 18: 201-210.</p> <p>SANTOMERO, A. M. (2000), «Una panorámica histórica de la teoría de la intermediación financiera», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, número 84-85: 2-16.</p> <p>SERRANO, J. M., y COSTAS, A. (1990), «La reforma del marco institucional», en GARCÍA DELGADO, J. L. (dir.), <i>Economía de la transición y de la democracia</i>: 505-525, CIS, Madrid.</p> <p>TERBERGER, E. (2003), «The German financial system: Great institutional change and little effect?», <i>Journal of Institutional and Theoretical Economics</i>, n.º 159: 707-716.</p>	<p>TORRERO, A. (1980), «El sistema financiero y la crisis de la economía española», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 3: 136-149.</p> <p>— (1989), <i>Estudios sobre el sistema financiero</i>, Espasa Calpe, Madrid.</p> <p>TORTELLA, G. (1994), <i>El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX</i>, Alianza Universidad Textos, Madrid.</p> <p>TORTOSA, E. (2003), «Bank cost efficiency as distribution dynamics: Controlling for specialization is important», <i>Investigaciones Económicas</i>, vol. XXVII (1): 71-96.</p> <p>TRULLÉN, J. (1993), <i>Fundamentos económicos de la transición política española</i>, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Madrid.</p> <p>VALLE, V. (1984), «Las cajas de ahorros y el futuro del sistema financiero», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 19: 136-140.</p> <p>— (2000), «Cinco reflexiones sobre el sistema financiero», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, n.º 84-85: 17-24.</p>	<p>VIVES, X. (1990), «Deregulation and competition in Spanish banking», <i>European Economic Review</i>, 34: 403-415.</p> <p>— (2001), «Competition in the changing world of banking», <i>Oxford Review of Economic Policy</i>, vol. 17, n.º 4: 535-547.</p> <p>WEINGAST, B. R. (1993), «Constitutions as governance structures: The political foundations of secure markets», <i>Journal of Institutional and Theoretical Economics</i>, vol. 149, n.º 1: 286-311.</p> <p>WILLIAMSON, O. E. (1974), <i>Markets and Hierarchies</i>, The Free Press, Nueva York.</p> <p>— (1994), «The institutions and governance of economic development and reform», <i>Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics</i>, 1994, World Bank, Washington DC.</p> <p>— (2000), «The New Institutional Economics: Taking stock, looking ahead», <i>Journal of Economic Literature</i>, vol. 38: 595-613.</p>
---	---	---

# EL CRÉDITO A LAS PYME: DELIMITACIÓN EN UNA PERSPECTIVA GLOBAL

Gregory F. UDELL

Kelley School of Business  
Indiana University

## Resumen

La gran mayoría de los estudios empíricos y teóricos sobre el crédito y, en particular los créditos a las PYME, asumen, de forma implícita o explícita, que todos los créditos reúnen características similares. Si bien en algunas aportaciones recientes se asumen las limitaciones de estos supuestos, la mayor parte de ellas suele centrarse en sólo un tipo de préstamo, de forma aislada. El presente estudio amplía las tesis de Berger y Udell (2002) y se identifican siete técnicas diferentes en la actividad crediticia a las pyme: créditos basados en los estados financieros, créditos relacionales (*relationship lending*), préstamos a microempresas con calificación del crédito, créditos basados en los activos, *factoring*, créditos comerciales y seguros de crédito. Los escasos datos disponibles parecen indicar que la combinación de estas técnicas puede variar considerablemente de un país a otro. Se asume que, dentro de cada país, esta combinación está determinada por la aplicación de su respectiva legislación comercial y la solidez de la misma, la infraestructura informativa, los derechos de los acreedores y la eficacia en la gestión de quiebras, las características del sector bancario de la comunidad correspondiente, la presencia de entidades de crédito no bancarias y el nivel de desarrollo del mercado de capitales. También se asume que la combinación de estas técnicas influye poderosamente en la resolución de conflictos políticos, como pueden ser las lagunas de financiación de las PYME, la evolución del sistema de préstamos a éstas dentro de las economías en vías de desarrollo, las crisis crediticias, la importancia y el funcionamiento del canal de crédito, y la adaptación del Acuerdo de Capital de Basilea II. En este estudio se pone de manifiesto, asimismo, que el conocimiento de estas combinaciones de técnicas en su contexto global es bastante limitado. Una de las conclusiones es, por tanto, que éste es un tema que conviene investigar en mayor profundidad en el futuro.

*Palabras clave:* financiación PYME, créditos basados en estados financieros, créditos relacionales, préstamos a microempresas con calificación del crédito, créditos basados en los activos, *factoring*, créditos comerciales, seguros de crédito.

## Abstract

Much of the empirical and theoretical literature on lending, particularly SME lending, explicitly or implicitly assumes that all lending is alike. While there has been some recent work that has departed from this assumption, most of this research focuses on only one type of lending in isolation. This paper builds on the recent work of Berger and Udell (2002) by identifying seven different technologies used in SME lending: financial statement lending, relationship lending, credit-scored micro-business lending, asset-based lending, factoring, trade credit, and credit insurance. Limited available data suggest that the mix of these technologies may vary considerably across countries. We conjecture that this mix may be driven at the country level by the strength and enforcement of commercial laws, the information infrastructure, creditor rights and bankruptcy efficiency, the characteristics of the community banking sector, the presence non-bank lenders, and the level capital of markets development. We also conjecture that the mix of technologies may be an important consideration in addressing policy issues such as SME funding gaps, the evolution of SME lending in developing economies, credit crunches, the importance and functioning of the credit channel, and the calibration of Basel II. We also emphasize that our knowledge of the mix of technologies in a global context is quite limited. Therefore, we argue that this is an important area for future research.

*Key words:* SME funding, financial statement lending, relationship lending, credit-scored micro-business lending, asset-based lending, factoring, trade credit, credit insurance.

*JEL classification:* G21, G30.

## I. INTRODUCCIÓN

La deuda parece ser la principal fuente de financiación externa de las PYME. Los datos que se obtienen de los Estados Unidos, por ejemplo, reflejan que casi la mitad de la financiación de la pequeña empresa procede de su deuda externa. En los Estados Unidos, el crédito comercial que procede de instituciones financieras es la categoría de deuda externa más importante, aportando más del 26 por 100 de la financiación total de las PYME (cuadro número 1). La banca privada aporta la mayor parte

(18,75 por 100), aunque las empresas financieras no bancarias también contribuyen con una fracción significativa (4,91 por 100). Además del crédito comercial bancario, los acreedores comerciales aportan el 16 por 100 de la financiación total de la pequeña empresa. El monto restante se refiere, fundamentalmente, a la financiación aportada por los propietarios, principalmente recursos propios (1).

La propia magnitud de la deuda como fuente de financiación a las PYME sugiere que es esencial entender cómo los intermediarios financieros y los

CUADRO N.º 1

**FINANCIACIÓN A LA PEQUEÑA EMPRESA ESTADOUNIDENSE A PRIMERA VISTA:  
DISTRIBUCIONES ESTIMADAS DEL PATRIMONIO Y LA DEUDA**  
Porcentaje de patrimonio total más deuda (cifra en la parte superior),  
y miles de millones de dólares (cifra en la parte inferior)

	FUENTES DE DEUDA										DEUDA TOTAL					
	FUENTES DE DEUDA					FUENTES DE DEUDA										
	Propietario principal (b)	Finan- cadores heterodoxos (Angel Finance)	Capital riesgo formalizado	Otros valores	Deuda total	Bancos privados	Empresas financieras	Otras instituciones financieras	Gobierno y negocio no financiero	Individuales						
<b>a) Todas las empresas pequeñas no agrícolas, no financieras, no inmobiliarias (f):</b>																
	31,33	3,59	1,85	12,86	49,63	18,75	4,91	3,00	15,78	1,74	0,49	4,0	0,14	1,47	50,37	100,00
	524,3	60,0	31,0	215,2	830,6	313,8	82,1	50,1	264,1	29,2	8,1	68,5	2,4	24,5	842,9	1.673,4
<b>b) Estadísticas por tamaño de la pequeña empresa:</b>																
«Más pequeñas»	44,53	n.d.	n.d.	n.d.	56,00	14,88	3,08	3,53	11,81	1,06	0,37	5,59	0,53	3,16	44,00	100,00
(< 20 empleados	175,7				220,9	58,7	12,1	13,9	46,6	4,2	1,4	22,1	2,1	12,5	173,6	394,5
& < \$ 1 mill. Ventas)																
«Mayores» (≥ 20	27,22	n.d.	n.d.	n.d.	47,67	19,94	5,47	2,83	17,01	1,95	0,52	3,63	0,02	0,94	52,33	100,00
empleados o	348,1				609,6	255,0	70,0	36,2	217,5	25,0	6,7	46,5	0,3	12,0	669,3	1.278,9
≥ \$ 1 mill.ventas)																

(a) Instituciones financieras incluye a bancos privados, empresas financieras, cajas de ahorros y entidades mutualistas, empresas de leasing, empresas de corretaje, compañías hipotecarias y compañías de seguros.

(b) Para derechos de propiedad, el porcentaje de renta variable del propietario principal es, por definición, el 100 por 100.

(c) El crédito comercial se define como las cuentas por pagar a finales de 1992.

(d) Sólo sociedades y corporaciones poseen créditos al propietario principal. Por definición, los propietarios no reciben créditos de los propios propietarios.

(e) La deuda de las tarjetas de crédito se calcula a partir de los balances mensuales habituales de tarjetas de crédito personales y de empresas, después de que dichas cuentas hayan recibido el correspondiente abono mensual. Los totales de personal y de empresas no se pueden distinguir con precisión a partir de los datos de NSSB.

(f) Representa empresas con menos de 500 empleados a tiempo completo, excluyendo arrendadores y agentes inmobiliarios, subdivisores y promotores inmobiliarios, fondos de inversión inmobiliarios, empresas agrícolas, instituciones financieras, instituciones sin ánimo de lucro, entidades del gobierno y empresas subsidiarias controladas por otras corporaciones.

Fuentes: De Berger y Udell (1998). Todos los datos correspondientes a Angel Finance y a capital riesgo proceden de la encuesta National Survey of Small Business Finance (NSSBF) de 1993. Se han ponderado estos datos para reproducir a la población nacional de la pequeña empresa en su conjunto, y fueron realizados por Nicole Meleney. Los datos de NSSBF corresponden a finales de 1993, salvo los de la deuda del propietario principal, la deuda total y el crédito comercial, que corresponden a finales de 1992. Y la deuda de tarjeta de crédito, correspondiente a los balances mensuales de todo el año 1993. Las cifras de Angel Finance se basan en los datos del estudio que se resume en Freear, Sohl, y Wetzell (1994) y deben considerarse sencillamente como un dato más de una larga cadena (ver texto). La cifra de riesgo se ha estimado a partir de los datos de Venture Economics, utilizando métodos de Fenn, Liang, y Prowse (1997). Las cifras estimadas de Angel Finance y del capital riesgo no están disponibles (n.d.) por tamaño o edad de la empresa.

acreedores comerciales toman sus decisiones en cuanto al crédito, y por qué unas empresas obtienen financiación y otras no. Sin embargo, existen al menos otras cuatro razones por las que los estudiosos y los legisladores se interesan por el crédito a las PYME. La primera de ellas se refiere a la preocupación ante la idea de que el crédito a las PYME se convierta en una financiación no cubierta, incluso en el caso de las economías en desarrollo. La segunda, porque el crecimiento de las PYME puede repercutir de forma esencial en el crecimiento de las economías en vías de desarrollo, lo que puede resultar especialmente importante para comprender las características peculiares del crédito a las PYME en estas economías. En tercer lugar, porque comprender el sistema de créditos a las PYME posiblemente sea esencial para entender el funcionamiento del canal de crédito de la política monetaria y de las crisis crediticias. En cuarto y último lugar, el sistema de créditos a las PYME ha sido un tema particularmente delicado en las negociaciones del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea II. Para crear un sistema adecuado de medición de riesgos en los términos de este acuerdo, resulta fundamental conocer los mecanismos del crédito a las PYME, en general, y del crédito bancario a éstas, en particular.

Durante los últimos diez años ha crecido considerablemente el interés en la literatura académica en torno a la financiación a las PYME, lo que se debe, en gran parte, a los cuatro factores de política económica señalados y, por otro lado, a la importancia global de las PYME y el crédito a éstas en economías tanto desarrolladas como en desarrollo. Los investigadores han analizado varios aspectos relacionados con el sistema de créditos a las PYME, entre los que se incluyen la función y naturaleza del préstamo relacional (p. ej., Boot, 2000), la importancia de los préstamos de los pequeños bancos para el crecimiento económico (p. ej., Berger, Hassan y Klapper, 2004), el impacto de la tecnología en el crédito comercial a las PYME (p. ej., Petersen y Rajan, 2002), y la naturaleza del crédito comercial procedente de instituciones de crédito no bancarias (p. ej., Carey, Post y Sharpe, 1998). El propósito del presente estudio es explorar los límites de nuestro conocimiento del crédito a las PYME y solucionar dos cuestiones claves: «¿qué sabemos del crédito a las PYME?» y «¿qué no sabemos del crédito a las PYME?».

El punto de partida para este análisis es la exploración de la taxonomía del crédito a las PYME que propugnan Berger y Udell (2002). En su estudio, los autores ponen de relieve que el crédito a las PYME no es un conjunto homogéneo de procedimientos y

políticas que las organizaciones e instituciones que conceden este crédito tengan que aplicar de manera uniforme. Más bien se puede clasificar en categorías relativamente diferentes según la técnica de crédito. Las entidades de crédito o prestamistas, que suelen ser de diversa índole, utilizan estas técnicas para solventar la brecha informativa que existe entre prestamistas y prestatarios. Estas técnicas consisten en una serie de diferentes combinaciones de mecanismos de *screening* (evaluación), estructuras de contratos y estrategias de *monitoring* (supervisión). El estudio académico tipo sobre crédito a las PYME se ha venido centrando en sólo una (o dos) de estas técnicas de préstamo. La contribución de Berger y Udell (2002) ha sido, precisamente, la de poner de relieve la necesidad reflexionar sobre este tipo de crédito en términos de las fuentes de financiación alternativa que definen estas técnicas. Éste es el punto de vista de este análisis, que persigue demostrar que para conocer el sistema de créditos a las PYME, es necesario averiguar por qué coexisten diferentes técnicas de crédito y las condiciones que determinan que una predomine sobre otra.

En el siguiente apartado de este artículo se analiza un ejemplo de la taxonomía descrita por Berger y Udell (2002). Se desarrolla, asimismo, el debate existente sobre las diferencias que distinguen a unas técnicas de otras, a partir de los estudios previos. En particular, se observa que estas técnicas difieren sensiblemente en varias dimensiones, incluyendo: 1) el proceso de suscripción de la financiación; 2) la naturaleza de los contratos asociados a cada técnica, y 3) la relación que se crea entre el prestamista y el prestatario de los fondos. Del mismo modo, se ponen de relieve algunas preguntas sin resolver sobre cada una de ellas. En el tercer apartado se examina por qué varía la combinación de estas técnicas dependiendo del país. Asimismo, en el análisis se sugiere que la preponderancia que puede adquirir una sobre otra depende de numerosos factores, entre los que se incluyen la estructura del sistema bancario y las infraestructuras legal, reguladora e informativa establecidas en cada territorio. Dentro de este apartado, se destaca además la escasa investigación realizada sobre los condicionantes que determinan que la combinación sea distinta de un país a otro. En el cuarto apartado se profundiza en el análisis, regresando a los cuatro aspectos de la política de concesión de créditos mencionados anteriormente. En este punto, se especula con la posibilidad de que la magnitud de las lagunas de financiación, la evolución del crédito a las PYME en las economías en desarrollo, la importancia y el funcionamiento del canal de crédito y la adaptación de Basilea II dependan fundamentalmente

de la combinación que adquieran estas técnicas de crédito. En el último apartado se ofrecen, a modo de conclusión, algunos comentarios y reflexiones sobre los temas abordados, así como directrices para futuras investigaciones.

## II. LAS TÉCNICAS DE CRÉDITO A LAS PYME

En este apartado se parte de las tesis de Berger y Udell (2002), y se enumeran y analizan las técnicas que definen al sistema de crédito a las PYME (aunque la lista aquí ofrecida es algo más extensa). Se distinguen seis categorías diferentes de técnicas de préstamo: 1) crédito basado en los estados financieros; 2) crédito relacional (*relationship lending*); 3) préstamos a microempresas con calificación del crédito; 4) crédito basado en los activos; 5) *factoring* (o venta de la deuda a un agente factor para que negocie su cobro), y 6) crédito comercial. En estas técnicas se emplean diferentes combinaciones de herramientas de contratación (p. ej., vencimiento, tipo, facilidades de compromiso, colateral, garantías, cláusulas de compromiso de pago, supervisión) destinadas a solventar los problemas de selección adversa y éticos que se derivan de la opacidad informativa de las PYME. También hablaremos sobre una semitécnica de crédito, 7) el seguro crediticio (2).

### 1. Créditos basados en los estados financieros

El crédito basado en los estados financieros es la suscripción de préstamos teniendo en cuenta la calidad de la situación financiera del prestatario. Para esta técnica son necesarios dos requisitos. El primero de ellos, que el prestatario disponga de unos estados financieros adecuados a efectos informativos (p. ej., unos estados auditados, elaborados por alguna reputada firma contable, de acuerdo con los principios contables generalmente aceptados, GAAP). El segundo, que las ratios financieras calculadas a partir de estos estados deben expresar que la situación financiera del prestatario es solvente y saneada. El contrato de crédito que se derive del análisis de estos estados financieros puede reflejar varios elementos de contratación diferentes, incluyendo colateral, garantías personales y/o cláusulas de compromiso de pago. Sin embargo, en el crédito basado en los estados financieros, el prestamista va a contemplar el funcionamiento de la empresa como algo en progreso (es decir, va a basar su decisión de préstamo en su flujo de capital) como fuente principal de reembolso.

### 2. Crédito relacional

El crédito relacional está ideado para solventar las deficiencias informativas causantes de que cierto tipo de prestatarios no puedan acceder al crédito basado en los estados financieros (ni a otros tipos de crédito). La información primaria que utiliza el prestatario en un crédito relacional se basa en información «blanda» en torno a la relación entre prestamista y prestatario, siguiendo la teoría de Rajan (1992). En el crédito relacional, el prestamista adquiere, durante un tiempo, información personal sobre el prestatario y su negocio, para utilizarla en la provisión de créditos (Petersen y Rajan, 1994; Berger y Udell, 1995) y de otros productos (Nakamura, 1993; Cole, 1998; Mester, Nakamura y Renault, 1998; Degryse y van Cayseele, 2000). Las entidades que conceden créditos relacionales recogen un tipo de información que va más allá de la que simplemente se deriva de los estados financieros y de la información que se encuentra a disposición del público en general. Incluye también información sobre el entorno comercial y la comunidad local del empresario, y sobre la interacción de éste y las PYME con dicho entorno. Sin embargo, el coste de este tipo de crédito en el que intervienen tantos factores puede resultar muy elevado, coste que podría repercutir en el prestatario en forma de tipos de interés más altos o comisiones más elevadas. La experiencia así lo demuestra. En un reciente estudio, se demuestra que los márgenes de rentabilidad ajustados por el riesgo de los préstamos comerciales de las entidades bancarias pequeñas (posiblemente extendidos, de forma exclusiva, a la pequeña empresa) son superiores a los de los préstamos comerciales de las entidades más grandes (extendidos, posiblemente, en promedio, a empresas más grandes), si bien este resultado puede también estar supeditado a la rentabilidad relativa de los unos frente a los otros (Carter, McNulty y Verbrugge, 2004).

### 3. Calificación del crédito

La calificación del crédito y otras técnicas cuantitativas de la misma índole son herramientas de evaluación del riesgo crediticio desarrolladas a lo largo de los últimos 25 años. Estos modelos estadísticos, a los que se suele denominar de forma colectiva «calificación del crédito» o *credit rating*, se utilizan para cuantificar la probabilidad de quiebra o la clasificación del riesgo de quiebra, e incluyen el modelo de probabilidad lineal, los modelos *logit* o de probabilidad logística y el análisis discriminante lineal (3). Ampliamente utilizada en los créditos al consumo

de las tres últimas décadas, los grandes bancos han comenzado a aplicar sólo recientemente la calificación del riesgo de crédito a los destinados a las PYME y microempresas de los Estados Unidos (4), aunque su grado de adopción parece depender de la estructura organizativa del propio banco (Ackhevain, Frame y White, 2004). Algunos estudios académicos recientes han demostrado que la calificación del crédito va asociada al aumento de la tendencia a incluir más clases marginales de prestatarios en el sistema general de créditos (Frame, Srinivasan, y Woolsey, 2004; Berger, Frame y Miller, 2002).

Los modelos de clasificación del crédito que se utilizan en el crédito a la microempresa tienden a ser más complejos que los del crédito al consumo y a depositar un peso considerable sobre los factores asociados al historial financiero del empresario (Feldman, 1997). Ello se deriva del hecho de que, para las PYME de menor envergadura, la solvencia crediticia del propietario suele estar estrechamente ligada a la del propio negocio (Ang, 1992; Mester, 1997). Sin embargo, al igual que sucede con los créditos al consumo, la calificación del crédito a la microempresa depende en gran medida de la solidez de la infraestructura informativa y, en particular, de los datos que facilitan las agencias emisoras de informes de crédito. Esta realidad sugiere que el empleo de la calificación del crédito a la microempresa por parte de bancos cuyo país de origen posea una infraestructura informativa débil puede resultar problemático.

#### 4. Crédito basado en los activos financieros

Las entidades crediticias pueden superar las asimetrías informativas utilizando el crédito basado en los activos financieros, en el que el intermediario financiero contempla los activos subyacentes de la empresa como fuente principal de reembolso (y no el rendimiento de la compañía y su flujo de caja previsto). Para financiar el capital circulante, los bancos emplean activos a corto plazo, como pueden ser las cuentas por cobrar y el inventario (5). No es probable que las PYME puedan acceder a la financiación a largo plazo de propósito general (véase Carey *et al.*, 1993). Sin embargo, con esta técnica sí pueden obtener financiación a largo plazo en función de sus activos para financiar activos fijos, cediendo en garantía su equipo como colateral.

La cesión en garantía del colateral, sin embargo, no distingue el crédito con base en los activos de ninguna de las otras tres técnicas ya mencionadas anteriormente. La colateralización de las cuentas por

cobrar, el inventario y/o el equipo se puede asociar con el crédito basado en los estados financieros, el relacional y la calificación del crédito. En cambio, en un sistema basado en los activos, la ampliación del crédito del prestamista se basa fundamentalmente en el valor de los activos específicos del prestatario, en lugar de en su solvencia global. Esto es, en la suscripción de un préstamo basado en los estados financieros, relacional o con calificación de crédito, se contempla el colateral (en caso de que se utilice) como «fuente secundaria de reembolso». En cambio, para el crédito con base en los activos, el colateral constituye la principal fuente de reembolso.

La cuantía del crédito extendido en virtud de este tipo de préstamos está vinculada, según una fórmula, al valor estimado de liquidación de los activos subyacentes que se utilizan como colateral (esto es, cuentas de deudores, inventario y equipos). En el caso de las cuentas de deudores y el inventario, la conexión se dirige de forma dinámica (es decir, más o menos continuamente), de forma que el valor del activo subyacente siempre supera al importe de exposición del crédito en un margen bastante aceptable. De nuevo, en este supuesto, el colateral se convierte en el principal criterio de suscripción, mientras que la condición financiera en que se halle la empresa, reflejada en sus ratios financieras, es sólo una consideración secundaria. Una ventaja primordial del crédito con base en los activos financieros es, por tanto, que el riesgo que conllevan las PYME no representa necesariamente una barrera para la financiación si los activos subyacentes poseen suficiente valor de liquidación.

La experiencia empírica disponible acerca del crédito colateralizado en general sugiere que el colateral se relaciona con el tipo más arriesgado de prestatarios y de crédito (p. ej., Berger y Udell, 1990, 1992 y 1995; Booth, 1992; Booth y Chua, 1996; Klapper, 1998, y Jiménez y Saurina, 2003). El único estudio empírico que se centra específicamente en el crédito basado en los activos en sí mismos (es decir, el único estudio que identifica con claridad al prestamista como prestamista basado en los activos) revela que se mantiene la misma relación: el crédito con base en los activos va asociado a un tipo de prestatarios de riesgo (Carey, Post y Sharpe, 1998). Curiosamente, la mayoría de los modelos teóricos de colateral arrojan el resultado opuesto (6). Sin embargo, la mayoría de estos modelos no son relevantes para el crédito basado en los activos, puesto que representan un modelo de una situación en la que empresarios-propietarios pignoran sus activos personales como colateral de sus créditos comerciales.

Esto es lo que se denomina en la literatura especializada como «colateral externo» (véase Berger y Udell, 1998) El crédito con base en los activos, por otra parte, implica la existencia de un «colateral interno» cuando la empresa pignora sus activos comerciales como colateral. Un argumento a favor de la asociación positiva entre el riesgo del prestatario y el crédito basado en los activos es que la supervisión intensiva en tiempo real de la situación financiera del prestatario conduce a una mejor reglamentación de cierre (Swary y Udell, 1988; Udell, 2004). Los estudios de los profesionales del sector expresan de forma inequívoca que la financiación basada en los activos se adapta particularmente bien a las PYME de alto riesgo, especialmente a las que cuentan con un alto grado de financiación exterior (Lazere, 1968; Rutberg, 1994; Clarke, 1996; Udell, 2004).

## 5. Factoring

El *factoring* equivale a la adquisición de las cuentas deudoras por parte de un «prestamista» que se conoce como factor (7). En cierto sentido, se trata de un pariente cercano del crédito con base en los activos financieros (8). Sin embargo, hay tres diferencias importantes. La primera, que el *factoring* sólo incluye la financiación de las cuentas por cobrar, a diferencia del crédito basado en los activos, que, además de las cuentas por cobrar, abarca la financiación del inventario y los equipos. Puede decirse que el *factoring* está más concentrado. La segunda, que con el *factoring* el activo subyacente, las cuentas deudoras, se vende al «prestamista» (es decir, al factor). De esta forma, la titularidad del activo se transfiere del prestatario al prestamista. Quiere ello decir que si el primero se declara insolvente, los activos subyacentes (o sea, las cuentas deudoras factorizadas) no forman parte del patrimonio de la quiebra. Como ya debatiremos en el siguiente apartado, esta distinción puede ser extremadamente importante en los sistemas financieros con una legislación comercial ambigua y/o unos sistemas de quiebra ineficaces.

La tercera característica distintiva del *factoring* es que se considera, en esencia, un paquete de tres servicios financieros. El primer servicio es el componente de financiación. Los factores adquieren las cuentas según una fórmula, como ya sucedía de un modo semejante con el componente de las cuentas de deudores de la relación crediticia basada en los activos. La fórmula tiene en cuenta la solvencia de la cuenta subyacente, las partidas devueltas y el coste del cobro de la deuda. El *factoring* se puede hacer con re-

curso o sin él. En el *factoring* con recurso, el factor tiene derecho a una reclamación contingente frente al prestatario por cualquier deficiencia que acaeciese en el cobro de las cuentas deudoras. Sin embargo, también en el *factoring* sin recurso existe una forma de recurso limitado, que se deriva del descuento abonado sobre las cuentas por cobrar. Esto es, los factores adelantarán algo menos que el valor nominal completo de las cuentas por cobrar (la diferencia entre este adelanto y el valor nominal de las cuentas por cobrar es el descuento, que suele rondar el 20 por 100). Una porción relativamente pequeña de este descuento es la retribución que se presta al factor por los servicios prestados. El grueso principal, no obstante, es una reserva que se puede utilizar para compensar cualquier deficiencia en el cobro de las facturas.

El segundo servicio del paquete es la función de crédito. En esencia, las PYME que utilizan el *factoring* están poniendo en manos de recursos externos la tarea de su departamento de créditos. El valor añadido aquí es que los factores disfrutan de importantes economías de escala al tomar sus decisiones crediticias (es decir, las decisiones en torno al destinatario del crédito y al límite de su cuantía). En parte, estas economías de escala proceden de gozar de un mayor acceso a la información crediticia, incluyendo sus propias bases de datos.

El tercer servicio del paquete son los cobros (es decir, el cobro de las cuentas morosas). De nuevo, las PYME externalizan sus actividades de cobro hacia el factor. Aquí, nuevamente, parece que los factores disfrutan de importantes economías de escala con esta actividad.

## 6. Crédito comercial

El crédito comercial, o financiación extendida por los proveedores que venden a cuenta, es nuestra sexta técnica de crédito. El argumento a favor de clasificarla como categoría independiente es, en parte, producto del hecho de que es la segunda fuente más importante de financiación externa de las PYME (al menos según los datos de EE.UU.) En EE.UU., por ejemplo, el crédito comercial aporta el 16 por 100 de la financiación de las PYME, según se refleja en la cuadro n.º 1. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, la categorización del crédito comercial como técnica independiente gira principalmente en torno a si la suscripción del crédito comercial implica el uso o la combinación de los elementos que la distinguen de otras técnicas.

Según parece, todas las técnicas anteriores se utilizan en la suscripción del crédito comercial. Por ejemplo, la calificación del crédito y otras técnicas cuantitativas parecidas forman parte desde hace mucho tiempo del proceso de suscripción que utilizan los gestores del crédito. En lo que respecta a las cuentas más importantes, se analizan los estados financieros, como parte del proceso de suscripción. Sin ninguna duda, la información «blanda» y la confianza mutua que se desarrollan a lo largo del tiempo desempeñan un papel importante en ciertas formas de suscripción del crédito comercial parecidas al crédito relacional.

El argumento a favor de la categorización del crédito comercial como una técnica distinta de crédito es la ventaja que pueden tener los acreedores comerciales sobre otros tipos de acreedores. Los investigadores sugieren ventajas comparativas en cuanto a recursos (Schwartz, 1974), gestión de la producción o del inventario (Emery, 1987), discriminación de precios (Meltzer, 1960; Schwartz y Whitcomb, 1979; Brennan, Maksimovic y Zechner, 1988; Mian y Smith, 1992; Petersen y Rajan, 1997) o garantías sobre la calidad del producto (Long, Malitz, y Ravid, 1994). Algunos de ellos sostienen que los acreedores comerciales tienen una ventaja informativa sobre otras entidades de crédito al evaluar la capacidad de pago de sus clientes (Emery, 1984), resolver los problemas de incentivos de una forma más eficaz (Biais y Gollier, 1997), al poder recuperar la posesión de los bienes y volverlos a vender en caso de incumplimiento de pagos (Mian y Smith, 1992; Petersen y Rajan, 1997) o retener provisiones futuras (Petersen y Rajan, 1997). También se ha llegado a afirmar que el crédito comercial tiene una ventaja sobre otras tecnologías porque en algunos entornos económicos éstas no se han desarrollado a la par (Cook, 1999) (9). Por último, se ha discutido sobre la posibilidad de que si los vendedores (los distribuidores comerciales) tuviesen una ventaja informativa sobre los otros tipos de entidades de crédito (p. ej., los bancos) y una prioridad colateral automática amparadas en la legislación comercial local, entonces el volumen de crédito comercial en manos de compañías menos solventes sería mayor que el que iría a parar a compañías con más capacidad de pago (Frank y Maksimovic, 2003). Esta hipótesis coincide con los postulados empíricos de Chan *et al.* (2001) (10).

Existen, no obstante, motivos para sospechar que estas características distintivas del crédito pueden verse limitadas. Por ejemplo, en los países en los que se producen intercambios de cualquier tipo de información a un nivel muy avanzado (agencias privadas de crédito comercial o registros públicos de crédito),

que cuentan con una industria de *factoring* establecida y/o una industria de seguros de crédito bien desarrollada, no está tan claro que el acreedor comercial pueda tener ventaja sobre los intermediarios financieros en términos de acceso a la información referente a la solvencia crediticia, teniendo en cuenta las economías de escala en información que estos intermediarios pueden disfrutar gracias a sus propias bases de datos de informes o las de los mecanismos de intercambio de la información. Del mismo modo, en los casos en que el propio acreedor comercial sea una PYME, parece improbable que ésta haya adquirido la experiencia necesaria para gozar de una ventaja informativa. (efectivamente, éste es uno de los motivos por los que las PYME practican el *factoring* de sus cuentas por cobrar).

Además, los razonamientos que parten del supuesto de que los acreedores comerciales tienen la ventaja de entender el negocio de su cliente abren la polémica sobre si los proveedores-vendedores tienden a vender en industrias muy relacionadas con ellos mismos, en contra de vender a una gran variedad de ellas, lo que diluiría su conocimiento específico del sector. Del mismo modo, los argumentos que se basan en que los acreedores comerciales poseen una capacidad superior para liquidar el inventario pueden resultar muy problemáticos en economías en las que su acceso a la masa de la quiebra sea limitado (p. ej., en EE.UU.), no tengan prioridad de quiebra (p. ej., de nuevo, en EE.UU.) o donde la eficacia en caso de quiebra (p. ej., la media de años de quiebra) sea frágil (p. ej., India, Italia) Por último, la existencia de una importante industria de seguros de crédito y la extensión del *factoring* en todo el mundo ponen en duda la superioridad informativa de la que supuestamente gozan los acreedores comerciales. Si así fuera, las empresas clientes no dejarían en manos externas —ya sea del *factoring* o de aseguradores del crédito—, su función crediticia.

## 7. Seguro de crédito

El seguro de crédito es la séptima técnica potencial de crédito. Consiste en asegurar las partidas por cobrar contra la morosidad. Las instituciones financieras que venden seguros de crédito a las PYME asumen el riesgo que conlleva la posibilidad de que algunas de sus facturas resulten impagadas en última instancia. El seguro de crédito no implica en sí mismo la ampliación del crédito, por lo que no puede ser, siguiendo la definición estricta, una «técnica de crédito». Sí guarda, sin embargo, una relación muy estrecha con el *factoring*. Al igual que éste, el seguro

de crédito suele comportar la externalización de las funciones de crédito y cobro. Además, el asegurador del crédito, al igual que el factor, asume el riesgo asociado a la quiebra. Efectivamente, la única diferencia real es que los aseguradores del crédito no adelantan efectivo.

Pueden adquirir un seguro de crédito las compañías que venden a las PYME, y también pueden hacerlo las PYME que venden a otras compañías (PYME o grandes empresas). En cierto modo, los aseguradores del crédito compiten directamente con los factores. El prestamista tradicional (es decir, el que se sirve de las técnicas que se basan en los estados financieros y relacional) puede adquirir un seguro de crédito sobre las cuentas por cobrar que tome como colateral. Esto, en efecto, constituiría una especie de *factoring* sintético (o sea, replicaría el producto del *factoring* al combinar estas técnicas). Alternativamente, una PYME podría adquirir un seguro de crédito sobre sus partidas por cobrar, y así mejorar el estado de su balance y hacerlo idóneo para la recepción de un préstamo con base en sus estados financieros. Finalmente, una empresa que persiga principalmente la compensación y las funciones de recaudación y crédito, pero no la de financiación, podría adquirir un seguro de crédito en lugar de recurrir al *factoring*.

El seguro de crédito se utiliza también como complemento del *factoring*. Los agentes factores que no se encuentren cómodos con el límite de su exposición a algún componente de sus cuentas por cobrar pueden adquirir un seguro de crédito para controlar este riesgo. Esta situación podría suceder, por ejemplo, cuando la exposición de una determinada cuenta es demasiado abierta, o cuando el factor se sienta incómodo con una partida transfronteriza por cobrar.

### III. LA COMBINACIÓN DE LAS TÉCNICAS DE FINANCIACIÓN A LAS PYME: UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

El conocimiento cada una de las seis (más una) técnicas de crédito y de las causas que condicionan la combinación de estas técnicas en los distintos sistemas financieros parece estar relacionado fundamentalmente con varios aspectos de las políticas que rigen a las PYME. Para ilustrar este punto, pueden resultar útiles algunos ejemplos. Si el crédito relacional fuese la mejor solución para racionar el crédito a las PYME en los países con una débil infraestructura informativa, una pobre legislación comercial y unas políticas y procedimientos de quiebra ineficaces, tendríamos que ser testigos de un mayor número de

créditos relacionales adquiridos por los pequeños bancos de estos países. Sin embargo, la debilidad de su legislación comercial y de su sistema de quiebras podría también favorecer el *factoring* por encima de las otras técnicas de crédito.

Con respecto a la política monetaria, si el canal de crédito opera a través de las reservas bancarias, el crédito relacional es el que más afectado se puede ver por los cambios en la política monetaria, porque a los prestatarios relacionales les quedan pocas alternativas para obtener un crédito que no sean los bancos pequeños. En cambio, si el canal de crédito opera a través de un valor colateral, los prestatarios que se basen en los activos financieros serían los más afectados por los cambios en la política monetaria.

Antes de discutir estos y otros asuntos normativos en el apartado IV, se analiza primero, dentro de este apartado, la combinación de las técnicas de crédito y por qué esta combinación puede variar dependiendo del país en que nos encontremos. Esto nos lleva a uno de los puntos principales que se destacan en este estudio: por extraño que parezca, sabemos muy poco acerca de la combinación de las técnicas de crédito desde una perspectiva global. Parte del problema radica en que, hasta hace muy poco, se ha dado muy poca importancia en la literatura de finanzas corporativas a la distinción entre estas técnicas de crédito. Ya en algunas aportaciones clásicas a la teoría de la empresa bancaria (p. ej., Diamond, 1984, y Boyd y Prescott, 1986), todos los préstamos bancarios eran considerados por igual. Los investigadores trasladaron este supuesto a su trabajo empírico sobre la singularidad bancaria (p. ej., James, 1987; Lummer y McConnell, 1989; Gilson, John y Liang, 1990). Una explicación mucho más importante, no obstante, es la falta de datos. Incluso en el caso de los Estados Unidos, donde existe una relativa abundancia de datos sobre la financiación a las PYME, éstos no bastan para identificar de una forma precisa la combinación de técnicas. Pongamos como ejemplo el estudio *Survey of Small Business Finance (SSBF)* que se ha utilizado para elaborar el cuadro número 1. Esta encuesta SSBF no contiene datos sobre la cantidad de partidas por cobrar en régimen de *factoring*. Aquí el principal problema es que las partidas factorizadas por cobrar no se incluyen en el balance de las PYME, por lo que no aparecen en el conjunto de datos. De nuevo, los datos son insuficientes para distinguir el crédito basado en los activos de otras técnicas de crédito. Mientras que el 4,91 por 100 de la financiación procedente de empresas financieras no bancarias se basa, prácticamente en su totalidad, en el crédito con base en los activos, a la inversa no

sucede lo mismo. Es decir, no todo el crédito bancario está basado en los activos. El motivo en este caso es que gran parte del flujo de crédito basado en los activos es ahora conducido por la banca comercial (11).

A pesar de estas limitaciones que presentan los estudios previos sobre el sistema de créditos a las PYME, los datos disponibles sobre ciertas técnicas de crédito y los textos especializados en créditos nos permiten llegar a unas conclusiones generales acerca de por qué las combinaciones de técnicas de crédito varían dependiendo del país en que se produzcan. Gracias a estas fuentes, podemos también elaborar observaciones fundadas acerca de los factores que pueden influir en la forma de combinarse. Esto nos ayudará a identificar posibles áreas de investigación futuras. A continuación, veremos una muestra de la escasa evidencia disponible en relación con la combinación de las técnicas de crédito.

Hay pruebas que ponen de manifiesto la existencia de un vínculo entre la forma de la organización y el crédito relacional. En particular, ha ido tomando forma el argumento teórico de que los bancos grandes no están preparados para el préstamo relacional, debido al surgimiento de diseconomías organizativas asociadas al procesamiento de información blanda (Stein, 2002). En numerosos estudios se puede encontrar respaldo empírico a estas hipótesis; en ellos se demuestra que los bancos más pequeños tienden a suscribir préstamos basándose en información blanda, mientras que los grandes lo hacen sobre la base de información dura (Berger y Udell, 1996; Berger, Miller, Petersen, Rajan y Stein, 2002; Stein, 2002; Cole, Goldberg y White, 2004; Scott, 2004). El uso de la información blanda es el componente distintivo del crédito relacional.

Esta conexión entre el crédito relacional y los bancos pequeños nos permite ofrecer nuestras propias conjeturas sobre el volumen de crédito relacional dentro de los Estados Unidos. En los Estados Unidos, casi la mitad de los préstamos comerciales e industriales de la banca inferiores a un millón de dólares los emiten los bancos pequeños, entendiendo por banco pequeño aquel cuyo activo sea inferior a mil millones de dólares. Los bancos pequeños aún no han adoptado la calificación del crédito, ni tampoco suelen formalizar préstamos basados en los activos; por este motivo, muy pocos, por no decir ninguno, de estos préstamos es probable que se suscriban utilizando estas técnicas. Teniendo en cuenta la reducida cuantía de los préstamos, tampoco es probable que muchos de ellos vayan a ser préstamos con base en los estados financieros, puesto que estas PYME

prestatarías son, por regla general, demasiado pequeñas como para permitirse auditar sus estados financieros. Así, es posible que para este rango de volumen crediticio la mayor parte del crédito comercial procedente de los bancos pequeños se suscriba utilizando la técnica relacional.

En cuanto a los créditos a las PYME que superan el millón de dólares, no es posible llegar a ninguna conclusión final acerca de la combinación de las diferentes técnicas de crédito que se utilizan en su suscripción, porque: 1) estos préstamos los conceden los bancos más grandes (como consecuencia de las restricciones al límite de crédito legal) con capacidad para utilizar la calificación del crédito y el crédito con base en los activos, y 2) las propias PYME probablemente sean lo suficientemente grandes como para poder permitirse auditar sus estados financieros, de forma que estos préstamos se puedan suscribir por medio del crédito basado en los estados financieros.

Otro aspecto de investigación en el crédito a las PYME, que puede arrojar alguna luz a la combinación de las técnicas de crédito, es el trabajo teórico y empírico sobre el crédito relacional y la estructura de mercado. El trabajo teórico en esta área sugiere que el poder del monopolio puede ser una condición necesaria para el crédito relacional, de forma que el prestamista puede resarcirse de su inversión inicial en la adquisición de información privada sobre sus prestatarios (p. ej., Petersen y Rajan, 1995; Booth, 2000; Márquez, 2004). Si es una condición necesaria, entonces podría pensarse que se puede encontrar una relación positiva entre la disponibilidad del crédito y los mercados de crédito más concentrados (hipótesis basada en la información). Si no es una condición necesaria, es más probable que descubramos una relación negativa entre la disponibilidad del crédito y los mercados de crédito más concentrados (hipótesis de la estructura de mercado). Desgraciadamente, el trabajo empírico desarrollado sobre este asunto ha producido unos resultados contradictorios. Algunos estudios han descubierto una relación negativa (Black y Strahan, 2002; Berger, Rosen y Udell, 2002; Berger, Hassan y Klapper, 2004), otros una asociación positiva (Petersen y Rajan, 1995), y otros han obtenido resultados contradictorios o no lineales (DeYoung, Goldberg y White, 1999; Jackson y Thomas, 1995; Bonaccorsi di Patti, Dell'Arriccia, 2001). En un reciente estudio internacional a escala empresarial, en el que se contrastaban dos hipótesis, los autores encontraron evidencia a favor de la hipótesis de la estructura del mercado y en contra de la basada en la información (Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2003).

Se dispone de algunos datos del volumen de mercado crediticio basado en activos que pueden dar una idea de la importancia de esta técnica. Según los datos de la *Commercial Finance Association*, este tipo de crédito alcanzaba una cifra aproximada de 300.000 millones de dólares a finales de la pasada década. Esta cifra es equiparable al total de crédito bancario industrial y comercial del mismo período, que sumaba casi el billón de dólares según las estimaciones recogidas en el *Call Report* de la banca estadounidense. Sin embargo, una parte indeterminada de estas estadísticas puede estar doblemente contabilizada a causa de su diversa procedencia. En concreto, una porción no especificada de esos 300.000 millones de crédito basado en activos la emiten empresas financieras no bancarias. El resto (la cantidad de crédito basado en activos que emite la banca privada) se contabiliza en las dos cifras anteriores. Además, alrededor de dos tercios del crédito basado en activos van a parar a grandes empresas, mientras que el resto, aproximadamente 100.000 millones de dólares, lo hace a las PYME. De esta forma, como no es posible calcular la proporción que representa específicamente la financiación a las PYME incluida dentro de esta técnica, sólo se puede decir que, en general, el crédito a las PYME basado en los activos podría alcanzar el 15 ó 20 por 100 del crédito comercial de los Estados Unidos, suponiendo que casi la mitad de la cartera total de crédito comercial e industrial estadounidense refleje el volumen de crédito a las PYME. Los datos del cuadro número 1 sugieren que esta proporción podría ser incluso mayor. Es muy probable que casi la totalidad de ese 4,91 por 100 del crédito que las compañías mercantiles y financieras ofrecen a los negocios pequeños según el cuadro n.º 1 sea con base en los activos. Esta cifra representa casi el 21 por 100 del crédito comercial total que gestionan bancos y empresas financieras no bancarias. De esta forma, teniendo en cuenta que un 18,75 por 100 del crédito comercial de la banca se basa en los activos, se deduce que el porcentaje de crédito comercial de este tipo en los Estados Unidos se sitúa muy por encima de ese 15 ó 20 por 100 anteriormente señalado.

Los estudios especializados sugieren que Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido constituyen un reducto donde se aplica la técnica del crédito basado en los activos, siendo prácticamente inexistente en cualquier otra parte del mundo (Udell, 2004). Cada uno de estos tres países se caracteriza por cuatro rasgos estructurales: 1) posee un sólido conjunto de leyes comerciales que identifica con absoluta claridad los intereses en garantía (en los Estados Unidos se recogen en el artículo 9 del Código Uniforme Comer-

cial, recientemente revisado); 2) goza de un robusto sistema de generación de la información, nítidamente definido, en el que se pueden registrar los derechos de retención posesoria, y en el que cualquier prestatario puede, rápida y eficazmente, acceder al registro; 3) aplica con firmeza la legislación comercial, y 4) posee una legislación y un sistema de quiebra sólido y eficaz.

También podemos ofrecer algunas especulaciones sobre la importancia de la calificación del riesgo crediticio en un contexto global. En los Estados Unidos, la importancia económica de la calificación del crédito es, probablemente, muy inferior a la de otras técnicas, en parte debido a que se limita, casi en su totalidad, a créditos por debajo de los 100.000 dólares, que representan sólo una pequeña proporción del crédito a las PYME. Además, en la actualidad, la mayor parte de los préstamos inferiores a 100.000 dólares de la pequeña banca no se pueden efectuar con calificación del crédito, porque estos bancos no han adoptado aún esta técnica. No está claro cuál es el ámbito de difusión de la práctica de calificación del crédito a escala global. Sin embargo, el hecho de que se venga utilizando desde hace poco tiempo en los Estados Unidos sugiere que su importancia puede ser inferior en otros países desarrollados. Del mismo modo, esta técnica depende mucho de la información que prestan las agencias de crédito sobre los empresarios, lo que insinúa que su adopción en los países desarrollados puede ser problemática. En cualquier caso, cabría esperar que en las economías desarrolladas, en las que se produce un gran intercambio de información sobre el crédito comercial y al consumo, el desarrollo de la calificación del crédito sea un fiel espejo de la experiencia de los Estados Unidos.

Al contrario de lo que sucede con las demás técnicas de préstamo, disponemos de unos datos globales bastante exhaustivos sobre la técnica del *factoring*. Proceden de Factoring Chain International (FCI). FCI es un consorcio de agentes factores que cooperan en facilitar el *factoring* de las partidas transfronterizas por cobrar. FCI también recopila datos referentes al volumen total de *factoring* a escala nacional. Estos datos son la cantidad estimada de *factoring* practicado por miembros o no miembros del FCI. Los datos se recogen en la cuadro n.º 2. Ponemos de relieve que ésta es la única técnica de crédito de la que podemos sacar una conclusión contundente acerca de la existencia de diferencias internacionales. En tanto existan estas enormes diferencias en cuanto a esta técnica, cabe esperar que lo mismo suceda con las demás.

CUADRO N.º 2

**FACTORING GLOBAL  
(Millones de euros)**

VOLUMEN POR PAÍSES

FACTORING MIX-2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Porcentaje de cambio 1996-2001	Nacional	Internacional	Porcentaje Internacional	Volumen PIB 2001 (porcentaje)
<b>Europa Oriental:</b>											
Bulgaria.....	0	0	0	2	1	2	Nuevo	1	1	50,0	0,01
República Checa.....	540	276	468	780	1.005	1.230	127,6	960	270	22,0	1,90
Estonia, Letonia y Lituania.....	0	0	213	470	615	1.00	Nuevo	1.200	200	14,3	0,93
Hungría.....	139	280	115	144	344	546	292,9	410	136	24,9	1,61
Polonia.....	85	328	609	605	2.085	3.330	3.821,1	3.030	300	9,0	0,23
Rumania.....	19	22	20	37	60	105	444,0	15	90	85,7	1,04
Eslovaquia.....	127	207	179	160	160	240	88,4	160	80	33,3	0,35
Eslovenia.....	14	19	14	35	65	75	439,7	55	20	26,7	1,57
<b>Total.....</b>	<b>925</b>	<b>1.132</b>	<b>1.618</b>	<b>2.233</b>	<b>4.335</b>	<b>6.928</b>	<b>649,0</b>	<b>5.831</b>	<b>1.097</b>	<b>15,8</b>	
<b>Europa Occidental:</b>											
Austria.....	1.525	1.776	1.832	2.007	2.275	2.181	43,0	1.666	515	23,6	1,02
Bélgica.....	3.934	4.372	4.366	7.630	8.000	9.000	128,8	7.500	1.500	16,7	3,47
Chipre.....	583	764	959	1.120	1.410	1.555	166,8	1.500	55	3,5	15,08
Dinamarca.....	2.239	2.577	2.894	3.360	4.050	6.050	170,2	4.000	2.050	33,9	3,32
Finlandia.....	3.551	4.648	5.230	5.630	7.130	7.445	109,6	7.220	225	3,0	5,46
Francia.....	28.836	36.373	44.255	53.100	52.450	67.800	135,1	63.800	4.000	5,9	4,59
Alemania.....	13.897	17.875	20.323	19.984	23.483	29.373	111,4	22.914	6.459	22,0	1,41
Grecia.....	317	451	596	850	1.500	2.050	547,6	1.800	250	12,2	1,55
Islandia.....	35	32	21	100	125	60	72,7	0	60	100,0	0,69
Irlanda.....	2.671	3.635	3.957	6.160	6.500	7.813	192,5	7.713	100	1,3	6,70
Italia.....	46.423	67.975	75.319	88.000	110.000	125.000	169,3	120.000	5.000	4,0	10,17
Holanda.....	13.356	17.486	17.702	20.500	15.900	18.800	40,8	13.200	5.600	29,8	4,38
Noruega.....	4.092	3.819	3.787	4.260	4.960	5.700	39,3	5.250	450	7,9	3,04
Portugal.....	3.555	4.234	5.545	7.450	8.995	10.200	186,9	9.850	350	3,4	8,23
España.....	5.906	7.501	9.936	12.530	19.500	23.600	299,6	22.900	700	3,0	3,59
Suecia.....	8.122	8.099	7.677	7.550	12.310	5.250	-35,4	5.150	100	1,9	2,22
Suiza.....	772	920	1.464	1.300	1.300	1.430	85,2	1.100	330	23,1	0,51
Turquía.....	1.505	3.048	4.043	5.250	6.390	4.100	172,3	3.000	1.100	26,8	2,50
Reino Unido.....	47.381	78.228	84.255	103.250	123.770	139.840	195,1	132.280	7.560	5,4	8,70
<b>Total.....</b>	<b>188.701</b>	<b>263.814</b>	<b>294.160</b>	<b>349.981</b>	<b>410.048</b>	<b>467.247</b>	<b>147,6</b>	<b>430.843</b>	<b>36.404</b>	<b>7,8</b>	<b>4,90</b>
<b>Continente Americano:</b>											
Argentina.....	201	874	1.026	1.481	1.715	1.017	406,6	1.000	17	1,7	0,34
Brasil.....	1.930	1.859	13.620	17.010	12.012	11.020	470,9	11.000	20	0,2	1,92
Canadá.....	1.992	2.586	1.863	1.952	2.256	3.315	66,4	2.015	1.300	39,2	0,42
Chile.....	1.397	2.209	1.991	2.600	2.650	3.160	126,1	3.000	160	5,1	4,21
Colombia.....	77	92	85	50	0	0	-100,0	0	0	n.d.	
Costa Rica.....	0	0	162	226	258	208	Nuevo	198	10	4,8	

CUADRO N.º 2 (continuación)

**FACTORING GLOBAL**  
 (Millones de euros)

	VOLUMEN POR PAÍSES						FACTORING MIX-2001			Volumen PIB 2001 (porcentaje)	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Porcentaje de cambio 1996-2001	Nacional	Internacional		Porcentaje Internacional
<b>Continente Americano</b> (continuación):											
Cuba.....	0	0	0	185	108	113	Nuevo	107	6	5,3	0,55
El Salvador.....	0	0	0	0	0	123	Nuevo	120	3	2,4	0,98
México.....	1.710	1.923	2.519	3.550	5.030	6.890	302,9	6.690	200	2,9	
Panamá.....	0	0	0	11	220	220	Nuevo	200	20	9,1	
EE.UU.....	49.242	65.389	64.255	104.200	120.000	129.000	162,0	125.000	4.000	3,1	1,14
<b>Total.....</b>	<b>56.550</b>	<b>74.933</b>	<b>85.522</b>	<b>131.265</b>	<b>144.249</b>	<b>155.066</b>	<b>174,2</b>	<b>149.330</b>	<b>5.736</b>	<b>3,7</b>	<b>1,12</b>
<b>África:</b>											
Marruecos.....	89	168	187	57	45	50	-43,7	20	30	60,0	
Sudáfrica.....	3.111	4.979	3.957	5.340	5.550	5.580	79,3	5.500	80	1,4	
Túnez.....	0	0	54	73	60	171	Nuevo	142	29	17,0	
<b>Total.....</b>	<b>3.200</b>	<b>5.147</b>	<b>4.198</b>	<b>5.470</b>	<b>5.655</b>	<b>5.801</b>	<b>81,3</b>	<b>5.662</b>	<b>139</b>	<b>2,4</b>	
<b>Asia:</b>											
China.....	12	15	11	31	212	1.238	10.590,1	1.147	91	7,4	0,09
Hong Kong.....	726	1.114	1.294	1.800	2.400	2.700	272,0	1.800	900	33,3	1,47
Indonesia.....	2.362	1.588	28	33	3	0	n.d.	0	0	n.d.	
India.....	205	332	174	257	470	690	237,3	650	40	5,8	0,13
Israel.....	39	73	108	219	460	530	1.273,0	60	470	88,7	0,42
Japón.....	26.403	34.968	38.980	55.347	58.473	61.566	133,2	60.752	814	1,3	1,32
Malasia.....	2.316	1.887	687	805	585	842	-63,6	819	23	2,7	0,85
Omán.....	0	0	14	21	30	36	n.d.	36	0	0,0	
Filipinas.....	18	18	10	10	0	0	-100,0	0	0	n.d.	
Arabia Saudí.....	0	0	0	0	0	150	Nuevo	150	0	0,0	0,07
Singapur.....	1.737	2.255	1.510	1.970	2.100	2.480	42,8	2.100	380	15,3	2,59
Corea del Sur.....	18.259	23.468	17.149	15.120	115	85	-99,5	20	65	76,5	0,02
Sri Lanka.....	27	31	38	62	99	115	325,6	110	5	4,3	0,65
Taiwan.....	459	801	1.004	2.090	3.650	5.160	1.023,3	3.180	1.980	38,4	1,63
Tailandia.....	1.162	966	715	1.010	1.268	1.240	6,7	1.215	25	2,0	0,95
<b>Total.....</b>	<b>53.724</b>	<b>67.516</b>	<b>61.723</b>	<b>78.775</b>	<b>69.865</b>	<b>76.832</b>	<b>43,0</b>	<b>72.039</b>	<b>4.793</b>	<b>6,2</b>	<b>0,94</b>
<b>Australasia:</b>											
Australia.....	2.355	3.129	3.319	5.100	7.320	7.910	235,9	7.800	110	1,4	1,90
Nueva Zelanda.....	147	175	162	184	100	410	179,5	400	10	2,4	0,72
<b>Total.....</b>	<b>2.501</b>	<b>3.304</b>	<b>3.481</b>	<b>5.284</b>	<b>7.420</b>	<b>8.320</b>	<b>232,6</b>	<b>8.200</b>	<b>120</b>	<b>1,4</b>	<b>1,76</b>
<b>Total Mundial.....</b>	<b>305.601</b>	<b>415.846</b>	<b>450.702</b>	<b>573.008</b>	<b>641.572</b>	<b>720.194</b>	<b>135,7</b>	<b>671.905</b>	<b>48.289</b>	<b>6,7</b>	<b>2,22</b>

Fuente (\*): Sitio web de Factor Chain International, <http://www.factors-chain.com>.

Efectivamente, es probable que el rasgo más interesante del *factoring* sea la enorme variedad de volumen de operaciones según el país. Si se compara como porcentaje del PIB, parece que el *factoring* juega un papel significativo en algunos países europeos, como Italia y el Reino Unido, y no poco significativo en otros, como puede ser el caso de España. También es particularmente importante en la mayoría de los países asiáticos, y comienza a adquirir protagonismo en ciertos países en desarrollo de Europa oriental, como por ejemplo Polonia y la República Checa. No obstante, en muchos otros países su importancia es bastante menos significativa.

Teniendo en cuenta todas estas observaciones y pruebas, y analizándolas en conjunto, ¿qué podemos sacar como conclusión de la combinación de técnicas de crédito? Comencemos por resaltar que el crédito con base en los activos requiere de la existencia de las cuatro condiciones fundamentales que se mencionaban anteriormente (sólida legislación comercial, registro prendario claro, firme aplicación y un sistema de quiebra eficaz). Mientras que estas condiciones aparentemente se mantienen en los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, éste no es el caso de muchos otros países, lo que podría explicar por qué el crédito con base en los activos no se utiliza de forma generalizada en un contexto global (12).

Siguiendo esta lógica, también destacamos el hecho de que cuando no se dan estas cuatro condiciones el *factoring* puede irrumpir como otra técnica de particular importancia. Una explicación al éxito del *factoring* en Italia, por ejemplo, podría ser la ambigüedad de su legislación comercial y la ineficacia de su sistema de quiebra. Esto también podría explicar por qué el *factoring* está surgiendo en Europa oriental como una técnica de crédito importante (Bakker, Klapper y Udell, 2004).

La situación de la legislación comercial de un país, así como su sistema de quiebra, pueden llegar a ser muy problemáticos en los países del Este de Europa, motivo por el que resultaría interesante comprobar si el *factoring* se desarrolla con más rapidez que el resto de las técnicas de crédito en estos países. Un estudio exhaustivo del Banco Mundial, recientemente concluido, sobre los derechos del acreedor y la insolvencia en la República Checa, por ejemplo, pone de manifiesto estos problemas. Este estudio menciona que «las acciones judiciales que emprenden contra un deudor [dentro de la República Checa] acreedores sin garantía sufren un retraso significativo de procedimiento en cuanto a la obtención de sentencias u órdenes de ejecución, disponiendo el

acreedor de muy pocos medios prácticos para garantizar el mantenimiento de los activos del deudor, evitando su posible disipación o pérdida de valor». La novedad más notable de este estudio se refiere al coste de la ejecución de la deuda. Aquí, la República Checa queda muy mal parada, y no sólo frente a la Unión Europea y los Estados Unidos, sino ante otras economías en transición de los países del Este. Desde una perspectiva global, tanto la República Checa como las cinco economías en transición de su entorno están en clara desventaja con respecto al conjunto de países de la Unión Europea. Sin embargo, lo más dramático del caso es que la posición frente a los Estados Unidos es mucho peor. En lo que respecta al cobro del colateral asegurado, el Banco Mundial observa que la legislación comercial de la República Checa «obliga (a los acreedores asegurados) a entregar hasta el 30 por 100 de la liquidez de su colateral para compensar a los acreedores no asegurados». En términos más generales, el Banco Mundial resalta que los acreedores asegurados «no disfrutan especialmente de una posición mucho más segura» al adquirir garantías sobre activos inmobiliarios, y que la situación es mucho peor en lo que se refiere a bienes muebles (es decir, partidas por cobrar e inventario). Entre los problemas con los valores mobiliarios se incluyen demoras significativas de procedimiento y el hecho de que, en la práctica, los valores mobiliarios que son realmente imprescindibles para el funcionamiento de la empresa se encuentran casi siempre exentos de los procedimientos de ejecución.

Un tema del que se hicieron eco muchos de los participantes en la última conferencia del Banco Mundial sobre el *factoring* en Europa del Este (a la que asistió este autor) fue que el crecimiento de esta técnica en países como Polonia y la República Checa se debe principalmente a dos motivos: que en el *factoring* no se contabilizan las partidas por cobrar en el patrimonio de la quiebra y que las empresas de *factoring* en la Europa oriental ha desarrollado a lo largo de los últimos diez años valiosas bases de datos sobre el funcionamiento de los pagos. También parece que los hechos de que un gran número de las empresas de *factoring* más importantes hayan centrado su operativa en Europa y de que en este continente esté muy extendida la garantía al crédito han facilitado la difusión del *factoring* sobre las partidas por cobrar a escala internacional. Además, alianzas como la de FCI facilitan el *factoring* de las partidas interfronterizas por cobrar, al permitir que los factores puedan coordinar su tarea en colaboración con factores de otros países. Así, un factor polaco podría ejercer el *factoring* sobre las partidas internas

por cobrar de un cliente y, a través del FCI, gestionar que otro factor alemán lo haga sobre las partidas por cobrar de su cliente en Alemania. Una condición necesaria para que se practique el *factoring*, no obstante, parece ser un entorno legal que reconozca a éste como producto financiero, y en el que no se le impongan gravámenes de forma diferenciada —por ejemplo, exención de tasas postales (véase Bakker, Klapper y Udell, 2004).

El éxito del crédito basado en los estados financieros como técnica independiente depende en gran medida de la solidez de la infraestructura informativa. En ella se incluirían un sistema contable bien desarrollado y un entorno que cuente con unos principios contables robustos. También sería importante para la generación de la información «dura» necesaria para este tipo de crédito que se pudiera producir un intercambio de información fiable sobre la solvencia (es decir, intercambios de información privada, como puede ser el caso de firmas como Dunn & Bradstreet o de los registros públicos de crédito).

En un entorno en el que estas otras técnicas de crédito no sean factibles, o simplemente no se materialicen por cualquier otra causa, va a imperar el crédito relacional. Éste plantea, no obstante, sus propios desafíos. Requiere que los agentes del crédito sean capaces de seleccionar la información a partir de información blanda, y de traducirla a una estructura de crédito y una estrategia de supervisión propias. Puede ser más vulnerable a los cambios en el entorno macro y regulador, porque para los agentes externos, examinadores bancarios incluidos, es más difícil evaluar la calidad del crédito. Asimismo, el crédito relacional resulta problemático para aquellas compañías que dispongan de un registro de seguimiento limitado, y más aún para las economías en desarrollo, en las que hasta la obtención de información blanda resulta difícil, en las que la oferta de personal experto en préstamos es muy escasa y cuya breve historia de una economía basada en las leyes del mercado puede inhibir la adquisición de reputación.

#### **IV. ALGUNOS ASPECTOS POLÍTICOS CLAVES RELACIONADOS CON LAS TÉCNICAS DE CRÉDITO A LAS PYME**

En este apartado se amplían los supuestos que subrayan la relevancia del conocimiento de los factores que determinan la importancia relativa de las respectivas técnicas de crédito, puesto que resulta esencial para ciertos aspectos de política económica fundamentales. No se intenta proporcionar, una lis-

ta exhaustiva de todos los aspectos políticos que pueden verse afectados por el conocimiento (o desconocimiento) de las distintas técnicas de crédito a las PYME. En su lugar, vamos a ofrecer algunos ejemplos que demuestran que las suposiciones y conclusiones que se extraen de la combinación de técnicas de crédito a las PYME pueden influir en la eficacia de las decisiones políticas fundamentales. En concreto, este apartado se centra en cuatro aspectos de política: las lagunas de financiación a las PYME, el crédito a las PYME en las economías en desarrollo, el canal de crédito de la política monetaria y de las crisis crediticias, y el crédito a las PYME en relación con Basilea II. De nuevo, ofrecemos ejemplos en cada uno de estos epígrafes sobre la importancia de conocer la combinación de las técnicas de crédito para la toma de decisiones políticas en cada área respectiva.

#### **1. Lagunas de financiación y combinación de técnicas de crédito**

La perspectiva de que las PYME se enfrentan a una sistemática laguna de financiación (es decir, racionamiento del crédito) es asunto de preocupación pública en países tanto desarrollados como en vías de desarrollo. En todo el mundo, los gobiernos invierten miles de millones de dólares al año en planes de crédito y garantías sobre el patrimonio, en fondos de capital de riesgo, planes de crédito blando, subvenciones del gobierno, inversiones en patrimonio del gobierno y otros programas destinados a solventar las posibles lagunas en la financiación de deuda y activos en las diferentes economías nacionales. A menudo estas iniciativas se ven motivadas, en parte, por la creencia de que el crecimiento de las PYME es primordial para resolver los problemas de desempleo (cítese, p. ej., a Cressy, 2000 y 2002). Sin embargo, la cuantía de las lagunas de financiación a las PYME puede depender exclusivamente de la disponibilidad del menú completo de técnicas de crédito.

Esto sugiere la siguiente hipótesis: las lagunas de financiación a las PYME son menores en los países que reúnen las seis técnicas de crédito (más el seguro crediticio). Como se señaló previamente, hay pruebas que respaldan la idea de que cada una de estas técnicas tiene su utilidad a la hora de solucionar la causa raíz del racionamiento del crédito: la información asimétrica. Como se ha investigado muy poco para identificar cuáles son las condiciones que determinan que una técnica domine sobre otra como solución al racionamiento del crédito, cobra vida la intuición de que cada una de ellas juega un papel importante en cualquier sistema financiero. Debe

considerarse que, en algunas economías, estas técnicas coexisten y tienen su importancia (es el caso concreto de Canadá, el Reino Unido y Estados Unidos). Debe, asimismo, tenerse en cuenta el hecho de que, desde una perspectiva mecánica, ciertas técnicas funcionan bien para cierta clase de empresas, si bien no son simplemente factibles para otras. Pongamos como ejemplo el crédito basado en los activos. El crédito con base en los activos sólo funciona bien en las empresas que cuentan con una importante cantidad de activos colateralizables, como pueden ser las cuentas por cobrar, el inventario y los equipos. Por este motivo, las empresas manufactureras se adaptan mejor que las agencias publicitarias. El *factoring* es otro ejemplo. El *factoring* no funciona en los negocios que trabajan con dinero en efectivo, como es el caso de los restaurantes.

Los mecanismos de los que disponen los políticos para mitigar las lagunas de financiación a las PYME van mucho más allá de las subvenciones a la pequeña y mediana empresa y de los programas de garantías del gobierno. Un estudio reciente, por ejemplo, demuestra que detrás del crecimiento del PIB es posible que se encuentre un sector bancario vinculado a la comunidad (*community banking*) importante (Berger, Hassan y Klapper, 2004). Teniendo en cuenta la asociación entre el crédito relacional y los pequeños bancos, las políticas que subvencionan a los grandes bancos de forma implícita quizás afecten a la estructura dimensional del mercado, de forma que devalúen la práctica bancaria comunitaria y, con ello, ejerzan un impacto negativo sobre el crédito relacional. A este respecto, vienen a la memoria dos tipos de política en particular: la del seguro de depósitos ante el supuesto de «demasiado grande para caer» (*too big to fail*) y los diferentes requisitos de capital de los bancos pequeños y los grandes (que adoptan el modelo de IRB avanzado) al amparo de Basilea II. Complicando, en cierto modo, la conexión entre la banca comunitaria y el crédito relacional está la cuestión sin resolver de qué estructura de mercado es la que interesa. Si es la estructura de mercados bancarios concentrados, es posible que sea el crédito relacional el que fomenten las políticas favorables a un sector bancario vinculado a la comunidad (*community banking*) rentable, aunque concentrado.

Otro mecanismo político es la inversión pública en la generación de información en materia de crédito. Las investigaciones indican que la existencia de información respecto a intercambios con terceros guarda relación con el aumento del crédito y la disminución del riesgo crediticio (Jappelli y Pagano, 2001) (13). La extensa investigación llevada a cabo

en esta área no deja claro qué técnica de crédito se puede beneficiar más de dicha inversión. Está claro que la información procedente de agencias emisoras de informes de crédito es una condición absolutamente necesaria para la calificación del crédito o la solvencia de las empresas pequeñas. También afecta probablemente a las demás técnicas, en mayor o menor medida.

## 2. Las economías en desarrollo y la combinación de técnicas de crédito

En el debate desarrollado hasta el momento, se ha sugerido la posibilidad de que el *factoring* presente una cierta ventaja sobre otras técnicas de crédito en los países en desarrollo, en tanto estos países andan a la zaga en materia de adopción de una sólida legislación comercial, en la aplicación de estas leyes y, probablemente, y más importante, en la adopción y puesta en práctica de un sistema de quiebra eficaz. De nuevo, la preponderancia del *factoring* subyace en que las partidas por cobrar que son sujeto del *factoring* se eliminan del patrimonio de la quiebra y pasan a ser propiedad del factor (o sea, del «prestamista»). Igualmente crítico, no obstante, puede ser el desarrollo de un sistema bancario vinculado a la comunidad (*community banking*) relevante en el sistema financiero. Aunque el desarrollo de las infraestructuras legal e informativa en estos países está muy rezagado, como existe un sistema bancario vinculado a la comunidad pujante, es posible que adquiera más importancia el crédito relacional frente a otras técnicas.

## 3. El canal de crédito y la combinación de las técnicas de crédito

Como ya se señaló anteriormente, los macroeconomistas comenzaron investigando los canales de crédito como alternativas a los mecanismos de transmisión tradicionales de la política monetaria. Esencialmente, existen dos versiones del canal de crédito: la «perspectiva del crédito bancario» y el «canal del balance financiero». En la primera de ellas, la política monetaria actúa a través de una reducción de las reservas, lo que, a su vez, reduce el abastecimiento de créditos (Bernanke y Blinder, 1988). Este panorama sugiere que el impacto sobre el crédito relacional, la calificación del crédito y el crédito basado en los estados financieros podría ser bastante significativo, porque estas técnicas las practica principalmente la banca privada. Históricamente, el *factoring* y el crédito basado en los activos (al me-

nos en los Estados Unidos) lo han gestionado las empresas financieras no bancarias. Sin embargo, esta situación ha variado considerablemente a lo largo de la última década como consecuencia de la adquisición de empresas financieras independientes por bancos privados, si bien el resultado de estas operaciones ha sido normalmente la creación de filiales independientes. Por este motivo, ese efecto diferencial no está tan claro hoy como en el pasado (14).

También hay indicios que sugieren que la política monetaria trabaja más a través de los pequeños bancos que de los grandes (Kashyap y Stein, 1997). En el caso de que esta afirmación sea cierta, el crédito relacional puede verse más afectado que cualquier otra técnica por los cambios en la política monetaria.

El canal alternativo de crédito, la perspectiva del «balance financiero bancario», opera a través del efecto que producen los cambios en los tipos de interés sobre el valor colateral (Bernanke y Gertler, 1995; Bernanke *et al.*, 1996). Esto podría tener un efecto desproporcionado sobre el crédito basado en los activos, hasta el límite de ser conducido a través de la banca comercial.

Los estudios que analizan el crédito comercial ponen de relieve la posibilidad de que se produzca un efecto sustitutivo durante una situación de crisis crediticia, de contracciones en la política monetaria o de otros tipos de impacto. Estos impactos podrían limitar la voluntad, o la capacidad, de proporcionar financiación a las PYME de las instituciones financieras proveedoras de estas técnicas de crédito (Nilsen, 1994; Biais y Gollier, 1997). En respuesta a ello, las grandes empresas conseguirían fondos de los mercados públicos, como el mercado del papel comercial, para prestar estos fondos adicionales a las PYME a través de crédito comercial (Calomiris, Himmelberg y Wachtel, 1995). Está claro que este supuesto sugiere, a su vez, una conexión entre el desarrollo de los mercados de capitales de un país y el funcionamiento de sus mercados de crédito privado durante los períodos de fuerte impacto económico.

#### 4. Basilea II y la combinación de técnicas de crédito

Como ya se indicó al analizar las lagunas de financiación, en la medida en que el acuerdo de Basilea II disponga una subvención a los grandes bancos porque ellos podrán adoptar el modelo de IRB avanzado, el volumen de crédito relacional podría verse afectado (de nuevo a causa de que el crédito

relacional parece ser conducido principalmente por los bancos más pequeños). Basilea II, en cambio, también podría afectar a otras técnicas de crédito. Dependiendo del peso de su riesgo, el *factoring* y el crédito basado en los activos podrían recibir un tratamiento diferencial en relación con otras técnicas. Al contrario que otras técnicas de crédito, la principal fuente de reembolso no es el prestatario, sino más bien el colateral del prestatario. De ahí que la correlación que afecta al riesgo de la cartera es la correlación del importe de la cartera de activos que se incluye en el colateral, en vez de la correlación del rendimiento de los propios prestatarios.

## V. CONCLUSIÓN

El propósito de este estudio es ayudar a esclarecer las fronteras de nuestro conocimiento respecto al crédito a las PYME. El punto de partida es el reconocimiento de que el crédito a las PYME no es un solo producto financiero, sino que comprende más bien seis o, posiblemente, siete «técnicas» de crédito diferentes (Berger y Udell, 2002). Una conclusión fundamental de este estudio es que nuestro conocimiento de los factores que conducen a la combinación de estas técnicas en los distintos sistemas financieros es muy limitado. La escasa evidencia previa sugiere que la combinación varía significativamente de un país a otro.

Del mismo modo, se examina la evidencia disponible, que parece indicar (o al menos nos permite conjeturar) que quizás existan factores importantes que determinen la importancia relativa de estas técnicas según el país de que se trate. Se ha observado, a partir de estos indicios, que entre estos factores se podrían incluir: el estado de la legislación comercial y la aplicación de las leyes, el desarrollo de la infraestructura informativa, la eficacia del sistema de quiebra, la importancia de la banca privada, la estructura de mercado del sistema bancario, la presencia e importancia de entidades de crédito no bancarias y el nivel de desarrollo de los mercados de capitales de un país. En cualquier caso, puede haber otros factores sin identificar, por lo que nuestro análisis puede ser considerado como un punto de partida.

Finalmente, hemos observado en este análisis que la combinación de técnicas de crédito a las PYME y los factores que conducen a esta combinación merecen el interés de los responsables de política económica. Específicamente, nuestro conocimiento de las lagunas de financiación a las PYME, del crecimiento de

éstas dentro de las economías en desarrollo, del canal de crédito y del impacto de Basilea II depende de nuestra capacidad de comprensión de los factores que conducen a la combinación de las distintas técnicas de crédito. Por este motivo, la investigación del crédito a las PYME podría ser (al menos en opinión de este autor) una ocupación creciente. Señalamos, no obstante, que existen obstáculos enormes que hay que superar. El más importante es la disponibilidad de datos. Parte de su solución podría ser, claro está, la inversión en la obtención de datos. El énfasis creciente en la importancia de los registros públicos de crédito puede resultar particularmente útil en este sentido. Asimismo, hemos podido observar en gran parte de las recientes investigaciones que el uso creativo de los datos existentes puede resultar igualmente fructífero.

#### NOTAS

(1) Cuadro n.º 1 en BERGER y UDELL (1998). Estos porcentajes representan la fracción de activos totales en cada una de las categorías.

(2) Como ya hemos observado, la taxonomía de las técnicas de crédito es parecida a la de BERGER y UDELL (2002 y 2003). Sin embargo, hay alguna diferencia importante. La primera, que BERGER y UDELL (2002 y 2003) no analizan el *factoring* como técnica de crédito por separado. La segunda, que de forma parecida a BERGER y UDELL (2002), si bien al contrario que BERGER y UDELL (2003), no se considera el crédito comercial como una técnica de crédito claramente independiente. Al contrario que en estos estudios, no obstante, analizamos la propiedad de categorizar el crédito comercial como técnica independiente. Por último, debatimos y analizamos el papel del seguro crediticio y la forma en que se relaciona con las técnicas fundamentales. También nos distanciamos de BERGER y UDELL (2002 y 2003) al examinar en el apartado III los factores que potencialmente determinan la combinación de estas técnicas en el análisis de los diferentes países.

(3) Para una información más detallada sobre los modelos de calificación del crédito y otras técnicas cuantitativas más modernas que se pueden emplear para la valoración del riesgo crediticio, véase SAUNDERS (2000).

(4) Desde la década de 1970, se utiliza un tipo de calificación del crédito basado en el modelo original de calificación Z de Altman para los créditos a la mediana y gran empresa (véase UDELL, 1987). Aun hoy en día, no parece ser que se utilice la calificación del crédito como criterio principal de suscripción en estos segmentos del mercado del crédito comercial (véase capítulo 5, en UDELL, 2004).

(5) En el crédito basado en los activos, la suscripción se centra en el valor de los activos específicamente comerciales, no en los personales. En consecuencia, esta tecnología se centra en el «colateral interno», no en el «colateral externo» (véase BERGER y UDELL 1995 y 1998). En cualquier caso, el colateral externo se puede utilizar como fuente suplementaria o secundaria de reembolso.

(6) Véanse BERGER y UDELL (1998) y JIMÉNEZ y SAURINA (2003) para obtener resúmenes de los escritos referentes al colateral.

(7) Para una consulta más detallada sobre *factoring*, véase UDELL (2004).

(8) Aunque aquí se tratan por separado, el *factoring* y el crédito con base en el activo se pueden considerar como dos ramificaciones de la financiación basada en los activos. El nexo de unión es que ambas técnicas consideran los activos subyacentes como fuente principal de reembolso. En EE.UU., las dos industrias (es decir, las dos técnicas) comparten una misma asociación comercial, Commercial Finance Association.

(9) Véase PETERSEN y RAJAN (1997) para obtener un resumen más completo de sus teorías sobre el crédito comercial.

(10) La aplicabilidad general del modelo de FRANK y MAKSIMOVIC (2003) podría, hasta cierto punto, verse restringida. Muchos países no conceden una prioridad colateral significativa a los acreedores comerciales. Por ejemplo, en Estados Unidos, los acreedores comerciales, por regla general, no poseen ningún interés colateral en los productos que han vendido, a no ser que hayan suscrito un interés en garantía sobre el dinero de la adquisición. Esto no se suele hacer en casi ninguna relación comercial, porque hay que especificar el inventario y suscribir el interés con cada factura. La suposición de que los vendedores poseen una ventaja informativa puede también resultar problemática, sobre todo si éstos (es decir, los vendedores comerciales) son PYME. Del mismo modo, como ya hemos señalado anteriormente, la importancia económica tanto del *factoring* como del seguro crediticio (en que los vendedores comerciales externalizan su función crediticia), es mucho más coherente con la suposición de que los vendedores comerciales poseen una desventaja informativa con respecto a la evaluación de la solvencia de sus clientes.

(11) A primera vista, podría parecer justificado pensar que cualquier préstamo a la banca comercial del conjunto de datos del *SSBF* con garantía en las cuentas por cobrar y/o el inventario, es un préstamo basado en los activos financieros. Esta suposición, no obstante, no es exacta porque, como ya hemos señalado, muchos préstamos no basados en los activos también están asegurados con las cuentas por cobrar y el inventario. La característica distintiva entre éstos y el crédito con base en los activos es que este último vincula los adelantos de fondos a las cuentas por cobrar y el inventario, basados en una fórmula, al valor colateral continuamente actualizado y revisado.

(12) En las Naciones Unidas hay una corriente cuya tendencia es la adopción de una legislación comercial uniforme a escala global (UNCITRAL), que cambiaría el entorno actual y lo haría progresar. Para obtener más información sobre las iniciativas de UNCITRAL, véase el sitio web de las Naciones Unidas.

(13) Véase MILLER (2003) para obtener más información sobre el papel de los registros de informes de crédito e intercambios de información con terceros en un contexto global.

(14) Un asunto muy relacionado es el límite hasta el que las entidades de crédito no bancarias pueden servir como «prestamistas de última instancia» durante un período de crisis crediticia. Desde que el crédito con base en los activos y el *factoring* ya no lo suministran principalmente las entidades no bancarias esta capacidad ha disminuido considerablemente en Estados Unidos, sobre todo a partir de la crisis crediticia que se produjo en el período 1990-1992.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ACKHEVAIN, J.; FRAME, S. y White, L. (2005), «The diffusion of financial innovations: An examination of the adoption of small business credit scoring by large banking organizations», *Journal of Business* (de próxima aparición).
- ANDO, F. (1985). «Access to capital by subcategories of small business», informe preparado para U.S. Small Business Administration, Fort Washington, Pa., JACA Corp.
- ANG, J. S. (1992), «On the theory of finance for privately held firms», *Journal of Small Business Finance*, 1: 185-203.
- BAKKER, M. R.; KLAPPER, L., y UDELL, G. F. (2004), «The role of factoring in commercial finance: The case of Eastern Europe», *Working paper*.
- BECK, T.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A., y MAKSIMOVIC, V. (2003), «Bank competition, financing obstacles and access to credit», *World Bank Working Paper*, 2996 (marzo).
- BERGER, Allen N.; FRAME, Scott, y MILLER, Nathan H. (2002), «Credit scoring and the price and availability of small business credit», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, 2002-26 (junio).

- BERGER, A. N.; HASSAN, I., y KLAPPER, L. F. (2004), «Further evidence on the link between finance and growth: An international analysis of community banking and economic performance», *Journal of Financial Services Research* (de próxima aparición).
- BERGER, A. N.; MILLER, N.; PETERSEN, M.; RAJAN, R., y STEIN, J. (2002), «Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks», *Working paper*, 8752, NBER, 2002.
- BERGER, A. N.; ROSEN, R., y UDELL, G. F. (2002), «The effect of banking market size structure on bank competition: The case of small business lending», *Indiana University working paper*.
- BERGER, A. N., y UDELL, G. F. (1990), «Collateral, loan quality, and bank risk», *Journal of Monetary Economics*, 25: 21-42.
- (1992), «Some evidence on the empirical significance of credit rationing», *Journal of Political Economy*, 100: 1047-1077.
- (1995), «Relationship lending and lines of credit in small firm finance», *Journal of Business*, 68: 351-382.
- (1996), «Universal banking and the future of small business lending», en SAUNDERS, A., y WALTER, I. (eds.), *Financial System Design: The Case for Universal Banking*, Burr Ridge, IL, Irwin Publishing: 559-627.
- (1998), «The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle», *Journal of Banking and Finance*, 22: 613-673.
- (2002), «Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure», *Economic Journal*, 112: 32-53.
- (2003), «Small business and debt finance», en *Handbook of Entrepreneurship*, en Acs, Zoltan J., y AUDRETSCH, David B. (eds.), Kluwer Academic Publishing.
- BERLIN, M., y MESTER, L. J. (1993), «Debt covenants and renegotiation», *Journal of Financial Intermediation*, 2: 95-133.
- BERNANKE, B. S., y BLINDER, A. (1988), «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, 78: 435-39.
- BERNANKE, B. S., y GERTLER, M. (1995), «Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, 9: 27-48.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M., y GILCHRIST, S. (1996), «The financial accelerator, and the flight to quality», *Review of Economics and Statistics*, 78: 1-15.
- BIAIS, B., y GOLLIER, C. (1997), «Trade credit and credit rationing», *Review of Financial Studies*, 10: 903-937.
- BLACK, S. E., y STRAHAN, P. E. (2002), «Entrepreneurship and bank credit availability», *Journal of Finance*, 57: 2807-2833.
- BONACCORSI DI PATTI, y DELL'ARRICCIA, G. (2001), «Bank competition and firm creation», *IMF Working Paper* 01/21.
- BOOT, A. W. A. (2000), «Relationship banking: What do we know?», *Journal of Financial Intermediation*, 9: 7-25.
- BOOTH, J. R. (1992), «Contract costs, bank loans, and the cross-monitoring hypothesis», *Journal of Financial Economics*, 31: 2-41.
- BOOTH, J. R., y CHUA, L. (1996), «Loan collateral decisions and corporate borrowing costs», *Arizona State University Working Paper*.
- BOYD, J., y PRESCOTT, E. C. (1986), «Financial intermediary-coalitions», *Journal of Economic Theory*, 38: 211-232.
- BRENNAN, M.; MAKSIMOVIC, V., y ZECHNER, J. (1988), «Vendor financing», *Journal of Finance*, 43: 1127-1141.
- CALOMIRIS, C.; HIMMELBERG, C., y WACHTEL, P. (1995), «Commercial paper, corporate finance and the business cycle: A microeconomic perspective», *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 42: 203-50.
- CAREY, M.; POST, M., y SHARPE, S. A. (1998), «Does corporate lending by banks and finance companies differ? Evidence on specialization in private debt contracting», *Journal of Finance*, 53: 845-878.
- CAREY, M.; PROWSE, S.; REA, J., y UDELL, G. F. (1993), «The economics of private placements: A new look», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2.
- CARTER, D. A.; McNULTY, J. E., y VERBRUGGE, J. A. (2004), «Do small banks have an advantage at lending? An examination of risk-adjusted yields on business loans at large and small banks», *Journal of Financial Services Research* (de próxima aparición).
- CHAN, K.; CHAN, L. K. C.; JEGADEESH, N., y LAKONISHOK, J. (2001), «Earnings quality and stock returns», *NBER Working Paper*.
- CLARKE, P. S. (1996), *Asset-Based Lending*, Chicago, Irwin Professional Publishing.
- COLE, R. A. (1998), «The importance of relationships to the availability of credit», *Journal of Banking and Finance*, 22.
- COLE, R.; GOLDBERG, L. G., y WHITE, L. J. (2004), «Cookie-cutter versus character: The micro structure of small business lending by large and small banks», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (de próxima aparición).
- COOK, L. (1999), «Trade credit and bank finance: Financing small firms in Russia», *Journal of Business Venturing*, 14: 493-518.
- CRESSY, R. (2000), «European loan guarantee schemes: Who has them, who pays and who gains?», en GREEN, et al. (eds.), *Risk Behaviour and Risk Management in Business Life*, Kluwer Academic Publishers: capítulos 5.3 y 5.4.
- (2002), «Funding Gaps Controversies: A Symposium», *Economic Journal*.
- CZECH REPUBLIC POLICY NOTE (2003), «Insolvency and Creditor Rights Systems», *2003 World Bank draft report* (octubre).
- DEGRYSE, H., y CAYSELE, P. V. (2000), «Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data», *Journal of Financial Intermediation*, 9: 90-109.
- DIAMOND, D. W. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- DEYOUNG, R.; GOLDBERG, L. G., y WHITE, L. J. (1999), «Youth, adolescence, and maturity of banks: Credit availability to small business in an era of banking consolidation», *Journal of Banking and Finance*, 23: 463-492.
- EMERY, G. W. (1984), «A pure financial explanation for trade credit», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19.
- (1987), «An optimal financial response to variable demand», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22: 209-225.
- EVANS, D., y JOVANOVIĆ, B. (1989), «An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints», *Journal of Political Economy*, 97(4): 808-827.
- FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G., y PETERSEN, B. (1988), «Financing constraints and corporate investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 141-195.
- FELDMAN, R. (1997), «Banks and a big change in technology called credit scoring», *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, septiembre: 19-25.
- FENN, G. W.; LIANG, N., y PROWSE, S. (1997), «The private equity market: An overview», *Financial Markets*, *Institutions and Instruments*, 6: 1-9.
- FRANK, M. Z., MAKSIMOVIC, V. (2003), «Trade credit, collateral and adverse selection», *University of Maryland working paper*.
- FRAME, W. S.; SRINIVASAN, A., y WOOSLEY, L. (2004), «The effect of credit scoring on small business lending», *Journal of Money, Credit and Banking*, de próxima aparición.

FREEAR, J.; SOHL, J. E., y WETZEL, W. E. Jr. (1994), «The private investor market for venture capital», *The Financier*, 1: 7-19.

GILSON, S.; JOHN, K., y LIANG, L. (1990), «Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default», *Journal of Financial Economics*, 27: 315-353.

JAMES, C. (1987), «Some evidence on the uniqueness of bank loans», *Journal of Financial Economics*, 19: 217-235.

JACKSON, J. E., y THOMAS, A. R. (1995), «Bank structure and new business creation. Lessons from an earlier time», *Regional Science and Urban Economics*, 25: 323-353.

JAPPELLI, T., y PAGANO, M. (2001), «The European Experience with Credit Information Sharing», *Journal of Banking and Finance*.

JIMENEZ, G., y SAURINA, J. (2003), «Loan characteristics and credit risk», *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Chicago Conference on Bank Structure and Competition*: 170-183.

KASHYAP, A. K., y STEIN, J. C. (1997), «The role of banks in monetary policy: A survey with implications for the European Monetary Union», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, septiembre/octubre: 3-18.

KLAPPER, L. (1998), «Short-term collateralization: Theory and evidence», *New York University working paper*.

LAZERE, M. R. (1968), *Commercial Financing*, New York, National Commercial Finance Conference, Inc.

LONG, M. S.; MALITZ, I. B., y RAVID, S. A. (1994), «Trade credit, quality guarantees, and product marketability», *Financial Management*, 22: 117-127.

LUMMER, S. L., y McCONNELL, J. J. (1989), «Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements», *Journal of Financial Economics*, 25: 99-122.

MARQUEZ, R. (2004), «Competition, adverse selection, and information dispersion in the banking industry», *The Review of Financial Studies* (de próxima aparición).

MELTZER, A. H. (1960), «Mercantile credit, monetary policy, and size of firms», *Review of Economics and Statistics*, 42: 429-437.

MESTER, L. J. (1997), «What's the point of credit scoring? Business Review», *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, septiembre/octubre: 3-16.

MESTER, L. J.; NAKAMURA, L. I., y RENAULT, M. (1998), «Checking accounts and bank monitoring», *Federal Reserve Bank of Philadelphia working paper*.

MIAN, S., y SMITH, C. (1992), «Accounts receivable management policy: Theory and evidence», *Journal of Finance*, 47: 169-200.

MILLER, M. (2003), *Credit Reporting Systems and the International Economy*, Cambridge: MIT Press.

MYERS, S. (1984), «Presidential address: The capital structure puzzle», *Journal of Finance*, 39: 575-92.

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

NACHMAN, D. C., y NOE, T. H. (1994), «Optimal design of securities under asymmetric information», *Review of Financial Studies*, 7: 1-44.

NAKAMURA, L. I. (1993), «Commercial bank information: Implications for the structure of banking», en KLAUSNER, M., y White, L. J. (eds.), *Structural change in banking*, Homewood, IL: Irwin: 131-160.

NILSEN, J. H. (1994), «Trade credit and the bank lending channel of monetary policy», *Working paper*, Princeton University.

PETERSEN, M. A., y RAJAN, R.G. (1994), «The benefits of firm-creditor relationships: Evidence from small business data», *Journal of Finance*, 49: 3-37.

— (1995), «The effect of credit market competition on lending relationships», *Quarterly Journal of Economics*, 110: 407-443.

— (1997), «Trade credit: Theories and evidence», *The Review of Financial Studies*, 10: 661-669.

— (2002), «Does distance still matter? The information revolution in small business lending», *Journal of Finance*, 57: 2533-2570

RAJAN, R. (1992), «Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt», *Journal of Finance*, 47: 1367-1400.

RUTBERG, S. (1994), *The History of Asset-Based Lending*, New York, The Commercial Finance Association.

SAUNDERS, A. (2000), *Financial Institutions Management*, Boston, Irwin McGraw-Hill.

SCHWARTZ, R. A. (1974), «An economic model of trade credit», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9: 643-657.

SCHWARTZ, R. A., y WHITCOMB, D. (1979), «The trade credit decision», en Bicksler, J. (ed.), *Handbook of Financial Economics*, Amsterdam, North Holland.

SCOTT, Jonathan A. (2004), «Small business and value of community financial institutions». *Journal of Financial Services Research*.

STEIN, Jeremy C. (2002), «Information production and capital allocation: decentralized vs. hierarchical firms», *Journal of Finance*, 57: 1891-1921.

SWARY, I., y UDELL, G. F. (1988), «Information production and the secured line of credit», *New York University Working Paper*.

TOWNSEND, R. (1979), «Optimal contracts and competitive markets with costly state verification», *Journal of Economic Theory*, 21: 265-293.

UDELL, G. (1987), *Designing the Optimal Loan Review Policy: An Analysis of Loan Review in Midwestern Banks*, Monografía: Herbert V. Prochnow Educational Foundation, Inc.

— (2004), *Asset-Based Finance*, New York, The Commercial Finance Association (de próxima aparición).

## Resumen

El análisis nekeynesiano del canal del crédito se ha desarrollado sobre las asimetrías informativas entre prestamistas y prestatarios. Por su parte, el análisis postkeynesiano se ha articulado en torno al concepto de conocimiento, entendido como un concepto más amplio que el de información, aplicado a la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre. Este esquema ha sido aplicado por los bancos centrales en la toma de decisiones de política monetaria. La política monetaria atribuye al banco central el papel de actor principal, en su intento de crear las condiciones en los mercados monetarios que garanticen la creación del crédito en la dirección deseada. La política monetaria afecta a los planes de gasto a través de varias vías, incluyendo el estado de las expectativas convencionales y la confianza que en ellas se mantiene. Considerar que la política monetaria opera únicamente con la información conocida supone pasar por alto un panorama mucho más amplio referente a las decisiones de préstamo y endeudamiento.

*Palabras clave:* política monetaria, conocimiento, información, crédito.

## Abstract

Asymmetric information between borrowers and lenders has been the focus of New Keynesian analysis of the bank credit channel. Post Keynesian analysis however has focused on knowledge, as a broader concept than information, applied to decision-making under uncertainty. This focus has also been applied to the central bank's monetary policy decision-making. Monetary policy consists of the central bank, as a large player, attempting to create conditions in the money market which will steer credit creation in the desired direction. Monetary policy affects expenditure plans through a variety of routes, including the state of conventional expectations and the confidence held in them. To consider monetary policy as operating only on knowable information misses out the much broader canvas of borrowing and lending decisions.

*Key words:* monetary policy, knowledge, information, credit.

*JEL classification:* E12, E52.

# CONOCIMIENTO, INFORMACIÓN Y CREACIÓN DE CRÉDITO: EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Sheila C. DOW

Universidad de Stirling

## I. INTRODUCCIÓN

**D**URANTE los últimos años, el análisis de la naturaleza y los efectos de la política monetaria vienen siendo objeto de numerosos debates y estudios. En particular, el debate se ha centrado en el contexto europeo, dados los cambios en los acuerdos institucionales derivados del establecimiento de la Unión Monetaria Europea y la centralización de las políticas monetarias nacionales por parte del Banco Central Europeo.

Actualmente, la práctica más común de política monetaria adoptada por los bancos centrales (tanto en Europa como en EE.UU.) consiste en el establecimiento del tipo de interés *repo* (tipo de recompra), que es el tipo al cual se inyecta liquidez al mercado (1). Las teorías más recientes de política monetaria se han centrado en el análisis de los aspectos concernientes al establecimiento de este tipo de interés. En este sentido, la primera cuestión en la que me centraré será determinar los canales a través de los cuales las variaciones en los tipos de interés se ven reflejadas en el comportamiento de la demanda agregada, es decir, analizar los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En segundo lugar, abordaré la relación existente entre la demanda agregada y la inflación, ya que la mayoría de los bancos centrales establecen el control de la tasa de inflación como objetivo principal. Los mecanismos de transmisión de política monetaria operan a través

de diversos canales, entre los que destaca, de acuerdo con los desarrollos más recientes, el canal del crédito bancario.

La concreción de las vías a través de las cuales los cambios en las condiciones de los mercados monetarios inciden sobre la oferta y la demanda de crédito bancario requiere analizar el proceso de toma de decisiones a escala microeconómica. Los estudios más recientes sobre el canal de crédito de corte nekeynesiano se centran en las asimetrías de información existentes entre prestamistas y prestatarios. Sin embargo, los trabajos postkeynesianos se articulan en torno al concepto de conocimiento, entendido como un concepto más amplio que el de información aplicado a la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre. Este esquema ha sido aplicado por los bancos centrales en la toma de decisiones de política monetaria. En esta ocasión también la incertidumbre debe ser interpretada como incertidumbre sobre la base de conocimiento para el proceso de toma de decisiones en materia de política monetaria.

El objetivo del presente artículo es analizar la diferencia existente entre conocimiento e información, así como sus implicaciones sobre el mercado del crédito. Para ello, consideraré su importancia tanto en lo que respecta a los efectos de la política monetaria como en lo referente al efecto de la política monetaria sobre el mercado

de crédito, así como sobre las propias decisiones de política monetaria. Junto a ello, consideraré, de forma breve, como ejemplo ilustrativo de este tipo de planteamientos, el impacto regional de la política monetaria.

## II. CONOCIMIENTO E INFORMACIÓN

De acuerdo con la teoría nekeynesiana, «información» es sinónimo de conocimiento. Partiendo de esta equivalencia, veremos el significado atribuido al conocimiento en la teoría postkeynesiana. En este sentido, observaremos la existencia de una relación directa entre las diferencias existentes entre conocimiento e información, por un lado, e incertidumbre y riesgo, por otro.

Para los neokeynesianos, los agentes operan en un contexto de información completa que comprende un conocimiento perfecto tanto del presente como de la distribución de probabilidades de los acontecimientos futuros. Esta interpretación es también compartida, por ejemplo, en el análisis neoclásico. Cualquier fenómeno que escape del conocimiento se define como *shock*. La esencia del conocimiento, que denominamos «información», es por tanto dual, o es conocida —o al menos su función distribución de probabilidades (2)— o desconocida. En consecuencia, la incertidumbre no puede ser considerada de forma distinta al riesgo cuantificable, así que ambos términos suelen utilizarse de forma indiscriminada (lo mismo que ocurre con las nociones de conocimiento e información).

Los neokeynesianos se «alejan» de los neoclásicos en el contexto en el que la información es conocida, y desconocida por algunas de

las partes, aunque no revelada a otras, es decir, la información es asimétrica. De esta distinción se desprenden importantes consecuencias, las cuales analizaremos en el siguiente apartado, mientras que en éste nos concentraremos en una cuestión previa: el conocimiento o comprensión de la información.

Estas cuestiones resultan complejas tanto para los responsables de la toma de decisiones en la economía como para los economistas y políticos. Esta complejidad se deriva del modo en el que el comportamiento individual se encuadra y evoluciona dentro de las estructuras sociales. En realidad, los individuos no se comportan como agentes económicos racionales, ya que pueden crear y alterar ciertas pautas de conducta que no se pueden explicar a través de un cambio de preferencias, ni por el condicionamiento de su comportamiento por las convicciones sociales. La evolución de las convicciones e instituciones sociales implica que la estructura que determina el comportamiento individual no es constante. Los economistas postkeynesianos argumentan que la disponibilidad de pocos datos sobre la distribución de frecuencias de los hechos acontecidos limita la capacidad de asociar probabilidades a los fenómenos. Esto es debido a que los individuos carecen de una base sobre la que formular sus expectativas equivalentes a una situación de certeza, por lo que descansan en las instituciones y convicciones sociales, delegando de este modo un elemento clave de estabilidad del comportamiento económico y social. Una de las instituciones que presenta una mayor importancia es el dinero, activo seguro, generalmente aceptado como instrumento de pago y empleado para denominar los contratos que se establecen en el desarrollo de la actividad económica (Davidson, 1978).

Los economistas postkeynesianos catalogan únicamente como información al conocimiento que se aproxima a la certeza, es decir, al conocimiento de una serie de datos revelados. Pero, tal y como señala el realismo crítico (Lawson, 1997 y 2003), la «dimensión empírica» difiere de la «dimensión real» en la medida en que en esta última operan los mecanismos de causalidad, al igual que también difiere de la dimensión real que proporciona la experiencia. El conocimiento de los valores que adopta una serie estadística no implica el conocimiento de la realidad, de la situación verdadera, ni de los mecanismos que la generan. Ese conocimiento se refiere exclusivamente, por lo tanto, al estado de los propios datos, como una base para la toma de decisiones.

El análisis postkeynesiano se fundamenta en la distinción entre riesgo e incertidumbre, esta última entendida como riesgo no cuantificable. A partir de los desarrollos sobre probabilidad de Keynes (1921), los postkeynesianos argumentan que sólo determinados aspectos de la realidad social se aproximan suficientemente a estructuras estables que garanticen el análisis basado en la distribución de frecuencias (3). Las condiciones descritas anteriormente para la información equivalente a certeza son las mismas que se requieren para cuantificar el riesgo. Por tanto, el concepto postkeynesiano de conocimiento se aplica a la mayoría de las circunstancias en las que no se puede cuantificar el riesgo y en las que el riesgo no se puede identificar y, por tanto, donde el conocimiento se mantiene con incertidumbre.

Por consiguiente, el análisis es no dual en relación con el conocimiento (Dow, 1990). En lugar de considerar que la información es conocida (hasta el nivel de una

distribución de probabilidades) o desconocida (*shock*), el análisis se centra en los diferentes grados de certeza con los que se puede mantener el conocimiento. Keynes demostró que el conocimiento se construye sobre la experiencia (directa, como la experiencia personal, o indirecta, como la que proporcionan los datos publicados), supuestos teóricos en torno a las relaciones de causalidad, el conocimiento convencional y la intuición. Las convenciones y la intuición son importantes, puesto que las dos primeras no suelen ser suficientes para justificar la toma de una decisión. Se trata de una cuestión de intensidad: cuanto mayor sea la información que se posea sobre una determinada propuesta más fiable resultará, y menor el grado de incertidumbre y la necesidad de recurrir a la intuición y a la opinión convencional.

Estos elementos se combinan con la emisión de juicios de valor o razonamientos, con la intención de proporcionar una base sólida y razonable para otorgar credibilidad a la proposición formulada. Este proceso se apoya en lo que en el nuevo análisis keynesiano o clásico se consideraría un impedimento: imprecisión del lenguaje (Coates, 1996). El conocimiento incierto y las bases sobre las que sentar las preferencias de una propuesta en lugar de otra es algo que no se puede recoger mediante un lenguaje preciso.

Quizá podría ser explicado en términos de la distinción que se realiza en el contexto de la literatura sobre la organización y dirección empresarial en torno a los conceptos «saber hacer» (*knowing how*) y «conocer» (*knowing that*). Cualquiera que haya ojeado los manuales de instrucciones para el desarrollo de actividades fáciles y cotidianas, como puede ser el montaje de un mueble o la pue-

ta en marcha del *software* de un ordenador, sabe que no basta con seguir instrucciones precisas para «saber hacer». Deben complementarse con un «saber hacer» previo, basado en la experiencia, que no es trasladable a instrucciones precisas y concretas. Dicha distinción se acentúa en el caso de las organizaciones, ya que el carácter humano y social no se puede reducir a simples hojas de instrucciones con información completa.

Mientras que el análisis llevado a cabo por los clásicos y keynesianos consideran como *shock* todo lo que no es conocido, ante lo que no se puede reaccionar, el análisis postkeynesiano se centra en la toma de decisiones bajo determinados niveles de incertidumbre. Las decisiones se deben tomar, y se toman, bajo cierta seguridad. El análisis keynesiano aborda este tipo de cuestiones hasta cierto punto, al considerar las circunstancias en las que la información, aunque conocida, se encuentra encubierta. En particular, consideran las decisiones en materia crediticia en contextos donde el prestario oculta información al prestamista. Dichas cuestiones serán abordadas en el siguiente apartado.

### III. EL MERCADO CREDITICIO

El crédito bancario es un aspecto central en la teoría neokeynesiana y postkeynesiana. La inversión es uno de los principales componentes de la demanda agregada, y el crédito bancario es una fuente de financiación de primordial importancia. Para que esto sea así, debe existir una cierta segmentación entre las diferentes fuentes de financiación, que los nuevos keynesianos identifican como imperfecciones del mercado. En particular, éstos argumentan que las PYME tienen un acceso

muy limitado a los mercados de capitales, por lo que sus opciones de financiación suelen verse restringidas a sus recursos propios, o bien al crédito bancario (Fazzari, Hubbard y Peterson, 1988). Esto es algo que está sujeto a cambios y, en efecto, se han producido importantes transformaciones, algunas de ellas iniciadas por el sector empresarial y otras promovidas por los gobiernos, con el objeto de ampliar el acceso a los mercados de capitales. Las razones que explican estas diferencias de acceso a la financiación se derivan de los conceptos de conocimiento e información (o incertidumbre y riesgo) que estamos considerando. A continuación, vamos a analizar estos conceptos en términos de crédito bancario, para posteriormente extenderlos a los mercados de capitales.

La creación del crédito depende de las condiciones de oferta y demanda, cada una de las cuales descansa, fundamentalmente, en el conocimiento, como ya recogía Minsky (1975 y 1982), ampliando el análisis de Keynes sobre el riesgo del prestatario y del prestamista (véase Dow y Earl, 1982, capítulos 11 y 12, y Dow, 1998). En primer lugar, me centraré en la demanda de crédito por parte de las empresas destinado a financiar la producción y la inversión real, y posteriormente analizaré la creación (ciertamente considerable) de crédito destinado a financiar la adquisición de activos financieros.

Cuando una empresa determinada está contemplando la posibilidad de obtener financiación para ampliar su capacidad de producción, debe considerar cómo se está llevando a cabo esta expansión y las expectativas que existen al respecto. Éste es un ejemplo clásico de las limitaciones del análisis estadístico de probabilidades. Aunque exista una cierta similitud

entre un proyecto de inversión y el siguiente, no pueden considerarse como experimentos repetidos. Incluso cuando se reproducen las características físicas, el contexto en términos del mercado y los productos y la tecnología de la competencia, siempre existe la posibilidad de que se produzcan cambios que no se pueden predecir con exactitud. Esto es lo que Shackle (1955) denominaba «experimento crucial».

En cualquier caso, las empresas toman sus decisiones en materia de inversión, por lo que deben estimar los beneficios que prevén obtener, así como el grado de incertidumbre existente sin la ayuda de distribuciones de frecuencia basadas en la repetición de experimentos. La teoría subjetiva de la utilidad sugiere que los agentes que toman decisiones suplen los problemas de carencia de probabilidad objetivas mediante el desarrollo de probabilidades subjetivas. Los neokeynesianos emplean el término incertidumbre para referirse al riesgo que se puede reducir con el tiempo, a medida que se va disponiendo de información (sólo se tiene en cuenta la información conocida). Por lo tanto, la incertidumbre se presenta en función de las opiniones subjetivas sobre lo que es la información futura (Rothschild y Stiglitz, 1970; Bernanke, 1993). De hecho, Jaffee y Stiglitz (1990) destacan de forma explícita la naturaleza subjetiva de la valoración del riesgo y la función del juicio en el mercado crediticio como obstáculo al funcionamiento de las fuerzas del mercado.

La gran diferencia entre este planteamiento y el adoptado por los postkeynesianos radica en que este último subraya la incidencia significativa de la incertidumbre, dado que las empresas no se encuentran en disposición de obtener

una estimación del valor esperado. Éste es un momento en que la empresa no tiene ningún deseo de «hacer apuestas» (Runde, 1995). En este contexto, el comportamiento racional de la empresa es ejercer la preferencia por la liquidez, esto es, evitar comprometer los activos tangibles (o financieros). Las empresas mantienen su liquidez hasta que las condiciones permiten la realización de valoraciones en un contexto de menor incertidumbre (4). Cuando una empresa decide materializar o no una inversión determinada, actúa como si operase en una situación de certeza. Cuando la empresa decide no seguir adelante, la incertidumbre constituye un factor determinante de la toma de decisiones.

La empresa considera el valor esperado del proyecto atendiendo a los intereses soportados por el crédito bancario obtenido para su financiación. Incluso cuando se materializa la inversión, el valor esperado influirá en la decisión final. Si las expectativas muestran un bajo grado de confianza, se descontará del coste del crédito el valor esperado. En términos generales, *ceteris paribus*, cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de una empresa, mayor será su grado de apalancamiento y, por tanto, el factor de descuento.

Por su parte, la entidad bancaria que considera la propuesta de crédito debe obtener un cálculo del valor estimado del proyecto, así como del nivel de confianza que se puede mantener sobre las expectativas de que se lleve a cabo. La teoría neokeynesiana estudia los procedimientos empleados por las entidades bancarias para valorar el riesgo cuando las empresas les ocultan el «verdadero» riesgo de fallidos que asumen. Las entidades toman sus decisiones basándose en el argumento de que el comportamiento racional por

parte de las empresas fomenta el oportunismo. Las empresas se decidirían por proyectos de un mayor riesgo si los costes de endeudamiento aumentan (suponiendo que se conociera cuál iba a ser la compensación monetaria por este riesgo), que es lo que en la práctica se denomina riesgo moral. Además, los prestatarios con un perfil de riesgo que no pudieran emprender proyectos de mayor riesgo serían excluidos del mercado crediticio, empeorando con ello el perfil de riesgo de la cartera de crédito de las entidades, dando lugar a problemas de selección adversa. Este es el argumento que explica el racionamiento del crédito cuando aumentan los costes soportados por las reservas bancarias, en lugar de repercutirlo sobre el coste soportado por los usuarios.

Pero la teoría postkeynesiana sugiere que, aunque prestamistas y prestatarios puedan tener un dispar grado de conocimiento sobre los factores que determinan la valoración del riesgo de impago, no pueden obtener una «verdadera» valoración del riesgo. Para cada uno de ellos, por tanto, la valoración del riesgo está sujeta a diferentes, y posiblemente variables, grados de incertidumbre. Como cada uno de los agentes implicados (prestamistas y prestatarios) fundamenta una parte de su valoración en juicios convencionales, siempre existirá la oportunidad para que produzcan revisiones periódicas de las valoraciones ya realizadas, las cuales podrían no corresponderse con ningún aspecto concreto de las condiciones reales en las que se desenvuelve el proyecto de inversión.

Podemos considerar que el papel esencial de los intermediarios dentro del sistema financiero se deriva de cuestiones relativas al conocimiento (George, 1997). El pri-

mer rasgo que identifica a las entidades financieras es que, al contrario que otros intermediarios financieros, sus pasivos se utilizan como medio de pago. Puesto que la ratio de redepósito es alta, las entidades se encuentran en una posición única para poder endeudarse a corto y prestar a largo plazo. Dado que las deudas contraídas no son realizables a corto plazo, las entidades han desarrollado ventajas comparativas en materia de valoración de riesgos vinculadas a este tipo de contratos. Existe un gran debate sobre la mejor vía de desarrollar estos conocimientos. En particular, el debate se centra en los logros atribuidos al sistema bancario alemán (véase, por ejemplo, Edwards y Fischer, 1994), dado que la gran implicación de las empresas como clientes proporciona una base de conocimiento sobre las relaciones establecidas entre las partes. Por otro lado, esta estrecha relación puede poner en peligro su propia liquidez, dificultando la devolución de los préstamos o, en la mayoría de los casos, rompiendo la relación que los une con el prestatario.

Pero, a pesar de la experiencia que han acumulado a lo largo de los años, las entidades no conocen el «verdadero» riesgo, y deben apoyarse también en el juicio convencional y la intuición. Cuanto mayor sea el grado de incertidumbre que presenta la valoración de riesgos, mayor es la prima de riesgo del préstamo que soportan. El contrato de préstamo sólo se lleva a cabo si el beneficio que prevé obtener la empresa que recurre al crédito, una vez descontado el riesgo percibido del prestatario, excede del coste asumido en concepto de intereses. La entidad bancaria exigirá que los intereses percibidos cubran el coste marginal soportado por los fondos aplicados más la prima de riesgo estimada. Cuando la entidad no tiene depositada exce-

siva confianza en su capacidad para valorar los riesgos, y no es capaz de estimar adecuadamente esta prima, rechaza la propuesta de concesión del crédito.

Puede que esta solución resulte algo expeditiva, ya que con ella se podría desarrollar una estructura de mercado de crédito en la que sólo tuviesen cabida los prestatarios solventes, o en la que el tipo de interés aplicado al préstamo se complementase con una prima de riesgo. Pero la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky centra su atención en el grado en que estas valoraciones pueden cambiar, de modo sistemático, en un momento determinado del ciclo económico. El análisis también se extiende a los prestatarios, personas físicas o jurídicas que pretenden conseguir financiación para la adquisición de activos financieros, así como de bienes inmuebles.

Durante las épocas de expansión económica, prestatarios y prestamistas mantienen elevadas expectativas de crecimiento sobre los rendimientos a obtener por su inversión, tanto en activos financieros como en bienes inmuebles. Por este motivo, el riesgo percibido por ambas partes es bajo. El crédito crece al igual que el apalancamiento financiero; pero como también aumenta el valor de las garantías crediticias aportadas y los rendimientos obtenidos en concepto de intereses, no existen motivos de preocupación. Pero al aumentar el nivel de apalancamiento también aumenta la fragilidad del sistema financiero. Cualquier adversidad (como una crisis financiera, o situaciones de mala administración, muy frecuentes durante épocas de auge económico) puede tener consecuencias muy adversas sobre la estructura de la deuda. La venta de activos estimula un cambio de

tendencia en la evolución de su precio, incrementando el riesgo de impago y la preferencia por la liquidez. Para las entidades bancarias, esto se traduce en una reducción de su disponibilidad a conceder préstamos y en un aumento de las primas de riesgo aplicadas a los préstamos concedidos, empeorando las condiciones económicas. Lo que se acaba de describir es un modelo sistemático de valoración del riesgo que realizan prestamista y prestatario durante el ciclo económico.

Aunque la experiencia obtenida de ciclos económicos anteriores pudiera animar a adoptar un comportamiento más prudente, no está claro que resulte racional para los bancos o prestamistas actuar prudentemente. Lo que sí se ha observado es que las autoridades monetarias han impuesto la cautela por medio de la regulación. Pero incluso en este ámbito existen ciertas limitaciones. Los requerimientos de capital sólo actúan como restricción ante situaciones de escasez de capital. De acuerdo con la naturaleza del ciclo económico, los mercados de capitales tienden a proporcionar un mayor volumen de fondos en épocas de expansión, pero no en las de recesión, impulsando el ciclo del crédito. Dado que la duración y la dimensión de los cambios de ciclo resultan inciertas, puede que resulte racional para los bancos y prestatarios fundamentar sus decisiones en los juicios convencionales, y revisar sus expectativas en función de este criterio. De este modo, podría asegurarse la estabilidad y confianza en las expectativas así formadas, aunque no puede pasarse por alto que éstas pueden sufrir importantes cambios en cualquier momento.

Además, la política del crédito bancario puede verse influenciada más por consideraciones de tipo

estratégico que por la valoración estricta del riesgo asumido. Por ejemplo, Chick (1993) demuestra que la competencia introducida por los intermediarios financieros no bancarios ha llevado a las entidades bancarias a impulsar la gestión de sus pasivos, y no fue hasta entonces cuando éstos procuraron incrementar el ritmo de captación de depósitos, o recurrir al mercado interbancario para conceder un mayor volumen de créditos. La expansión del crédito de la década de los setenta vino explicada en mayor medida por la lucha por ganar cuota de mercado, más que por factores de carácter macroeconómico.

La crisis de la deuda de los ochenta vino motivada por factores de naturaleza similar. La penetración a lo largo de la década de 1970 en los mercados de los países en vías de desarrollo no se llevó a cabo siguiendo la aplicación de nuevas técnicas de evaluación de riesgos. La experiencia posterior demostró la falta de conocimiento que presentaban las entidades de crédito sobre el nuevo contexto. Éstos se limitaron a imitar el comportamiento adoptado por la entidad líder de mercado, Citibank, ignorando la sostenibilidad del ritmo de crecimiento de su cartera de crédito. La consiguiente crisis tuvo su raíz en el aumento del riesgo de fallidos, provocado tanto por la subida de los tipos de interés y la caída de las exportaciones como por los cambios en la evaluación de las condiciones del entorno por parte de las entidades bancarias.

Durante este episodio, el comportamiento mostrado por los mercados de capitales resultó también revelador a la hora de evaluar el papel de conocimiento en la aportación de financiación a un nivel más general. Los datos referidos a la posición financiera externa de

los países en desarrollo estaban a disposición del público, por lo que era previsible prever problemas de morosidad. Sólo cuando, en el año 1982, México reconoció que no podía hacer frente a los pagos se empezó a tomar conciencia de los riesgos existentes. Pero Citibank no incrementó su provisión para créditos fallidos hasta transcurrido un cierto tiempo, y sólo entonces le siguieron las demás entidades, mientras que los mercados de capitales revisaron en profundidad las valoraciones que mantenían sobre los balances, donde la escasez de capital se convirtió en una cuestión apremiante para las entidades bancarias. Está claro que las opiniones de las entidades bancarias, en primer lugar, y de los mercados de capitales, en segundo término, se estaban dejando llevar por el optimismo convencional. Pero este optimismo estaba expuesto a un fuerte revés, como sucedió tras la inesperada declaración de suspensión de pagos de México. El conocimiento cambió, aunque la «información» importante había estado al alcance de cualquiera en todo momento.

Los neokeynesianos confían en la viabilidad de hacer «ciertas» las valoraciones del riesgo persistente. De este modo, hay quien llegó a concluir (entre ellos el FMI) que la crisis del Sudeste asiático de la década de los noventa se debió a la debilidad de los gobiernos nacionales, que ocultaban a los mercados internacionales de capitales el nivel de riesgo asumido. La teoría postkeynesiana explica la crisis en términos de inestabilidad financiera de Minsky (Arestis y Glickman, 2002). Las entradas de capital obedecían a la creencia generalizada de la presencia de niveles de rentabilidad elevados, por encima de lo razonable, lo que llevó a restar importancia a los riesgos existentes; posteriormente, la devaluación de la moneda tailan-

desa provocó un vuelco de la opinión, alterando la dirección de los flujos de capitales.

Promover la estabilidad financiera ha sido siempre una de las funciones tradicionales de los bancos centrales. Actualmente, la política monetaria pretende «sintonizar» la tasa de interés *repo* a un mes que mejor se ajusta al objetivo de la estabilidad financiera. De hecho, la estabilidad financiera solía ir asociada más bien a la función de supervisión bancaria, la cual es asumida por agencias independientes. En el siguiente apartado, analizaré las cuestiones que plantea la teoría postkeynesiana acerca del conocimiento y la incertidumbre, y sus consecuencias tanto para los efectos de la política monetaria como para las vías en las que se toman las decisiones en esta materia. Junto a ello, apuntaré algunas consecuencias derivadas del impacto regional de la política monetaria.

#### IV. POLÍTICA MONETARIA

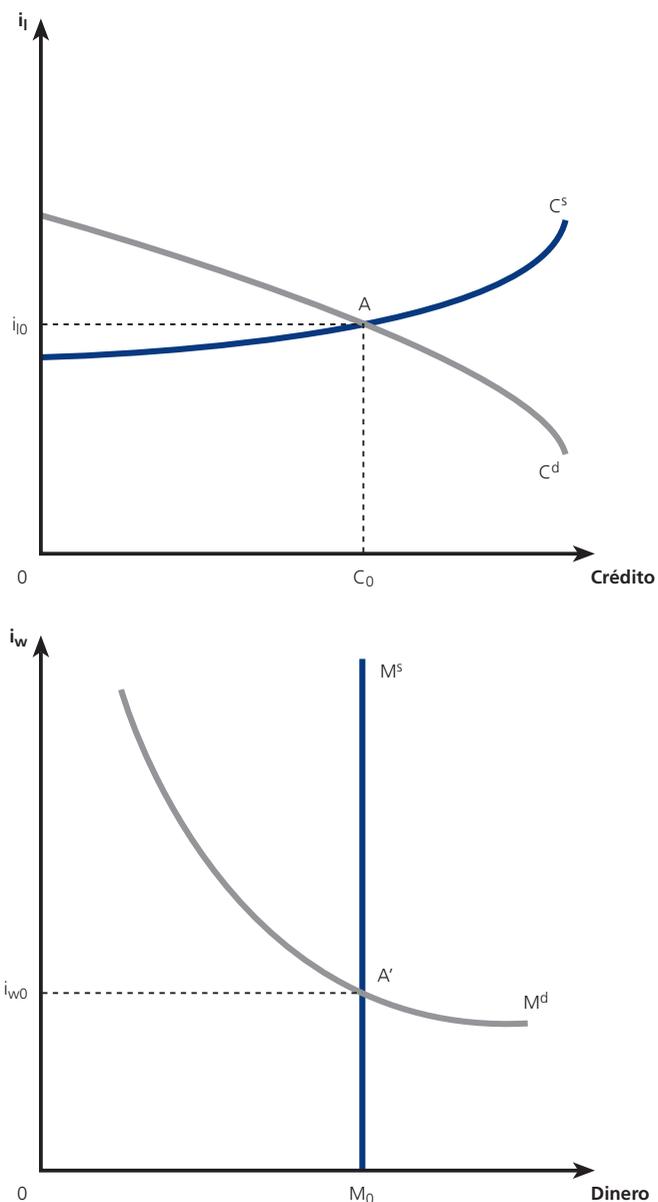
La política monetaria encaminada a garantizar la estabilidad persigue alterar la demanda agregada para evitar la existencia de situaciones de escasez de oferta que den lugar a un incremento de la inflación. La teoría monetaria ha enfatizado el carácter directo de la transmisión de las decisiones de política monetaria sobre la demanda agregada a través de variaciones en la cantidad de dinero en circulación. Pero durante las últimas décadas se ha puesto de manifiesto la existencia de numerosos canales de transmisión de la política monetaria, entre los que se encuentran el canal del tipo de interés, el del precio de los activos, el canal del crédito, y el de las expectativas y la incertidumbre (Bank of England, 1999; De Bondt, 2000, capítulo 2). A continuación,

nos vamos a centrar en estos dos últimos canales. Pero, en lugar de tratarlos de forma separada, insistiré en la interdependencia existente entre el crédito, las expectativas y la incertidumbre.

Para analizar los efectos de la política monetaria, presentaré un modelo referente al mercado de crédito y sus interrelaciones con el mercado de dinero. Éste es un modelo en el que se muestra el proceso por el que se interrelacionan los dos mercados, y en el que se puede identificar el papel que juegan el conocimiento y la incertidumbre. En este sentido, no pretende ser un análisis de equilibrio general, sino un esquema que determine cómo se lleva a cabo el proceso. Al mismo tiempo, dicho esquema trata de aportar cierta evidencia sobre el papel que juega el crédito en la teoría y la política monetaria. La teoría monetarista ha resaltado el papel del dinero (del cual, la mayor parte se corresponde con depósitos bancarios), siendo el crédito bancario pasivamente determinado por el dinero de alta potencia. Sin embargo, la teoría nekeynesiana, e incluso la versión horizontalista de la teoría poskeynesiana, se centra en el activo del balance bancario, y sostiene que los depósitos son más bien el resultado de los créditos, hasta el punto de que incluso se llega a identificar al crédito como dinero. El modelo que emplearé a continuación se encuentra más detallado en Dow (1996) y Chick y Dow (2002).

El gráfico 1 muestra el mercado crediticio y el mercado de dinero de forma separada. Partimos del mercado de crédito, donde suponemos que los depósitos bancarios se derivan de los créditos, pero no lo contrario. La variable precio es el tipo de interés actual de los créditos,  $i_i$ . La oferta de crédito de las entidades bancarias de-

GRÁFICO 1  
INTERACCIÓN ENTRE EL MERCADO CREDITICIO  
Y EL MERCADO DE DINERO



pende del coste marginal asumido por los fondos captados (más que por las reservas, dada la posibilidad de acudir a las facilidades de prestamista de última instancia que proporciona el banco central), así como por la disponibilidad de capital, ya que las entidades deben cumplir los requeri-

mientos de capital establecidos. Dada la naturaleza oligopolista del mercado de crédito bancario, los préstamos se conceden aplicando un margen sobre el coste marginal soportado por los fondos. La curva de la oferta de crédito es perfectamente elástica para niveles reducidos de crédito, mientras

que el tipo de interés es igual al tipo de interés de los mercados monetarios,  $i_w$ , más un margen básico, tanto mayor cuanto menos competitiva sea la estructura de mercado y mayor el grado de incertidumbre sobre el nivel de riesgo que presente el prestatario. Éste es el tipo de interés aplicado a los clientes preferenciales, o nivel de riesgo reducido, mientras que los de un perfil de riesgo superior tendrán que asumir una prima de riesgo más alta.

Cuando el nivel de crédito aumenta (a medida que la entidad accede «al final de la cola» de prestatarios), es mayor el riesgo sistémico que percibe, reduciéndose la elasticidad de su curva de oferta. Junto a ello, se acentuarán las restricciones de capital, ya que los mercados de valores percibirán niveles de riesgo más elevados a medida que se incrementa el crédito. La curva de la oferta de crédito es, por tanto, función creciente del nivel de crédito, y su pendiente aumenta a medida que lo hace el nivel de riesgo percibido.

La posición y pendiente de la curva de la demanda del crédito depende, igualmente, de la rentabilidad esperada y del riesgo que percibe el prestatario atendiendo a la misma, así como de los *cash-flows* correspondientes a los pagos en concepto de intereses. Un aumento de la incertidumbre provoca un desplazamiento de la curva de demanda hacia abajo, mientras que los cambios en el riesgo percibido inciden en la pendiente de la curva: a mayor riesgo percibido, mayor pendiente de la curva.

Combinando ambas curvas, y suponiendo que el mercado de crédito se vacía en el punto A, el nivel de crédito de equilibrio vendrá dado por  $C_0$ , siendo  $i_0$ , el tipo de interés medio de los créditos. La contrapartida de los créditos es

el nivel de depósitos bancarios, es decir, el dinero. Esto se demuestra trasladando dicha cuantía dada,  $M_0$ , al mercado de dinero. La palabra «dada» se utiliza intencionadamente; desde el punto de vista del subsistema, la reserva de dinero es exógena en relación con el mercado de dinero, y endógena respecto al mercado de crédito. El precio del dinero es el tipo de interés de los mercados monetarios,  $i_w$ . Este tipo de interés determina la función de la oferta de crédito. Si éste se incrementa, el punto de corte con la oferta de crédito se elevará. Los dos mercados son interdependientes.

La demanda de dinero se presenta como una función de demanda tradicional con pendiente negativa. La posición de la curva dependerá de las expectativas sobre la evolución del precio de los activos. En particular, la demanda de dinero de carácter especulativo puede aumentar si existen expectativas de tendencia a la baja. Además, la demanda por motivo precaución aumenta a medida que los tenedores de los activos disminuyen su confianza en su capacidad de predecir los movimientos que presenta el precio de los activos (aumenta la incertidumbre).

Supongamos que el banco central prevé, dentro de un cierto intervalo de confianza, que la inflación crecerá, *ceteris paribus*, por encima del nivel considerado como deseable, por lo que decide elevar el tipo de interés de  $i_{w0}$  a  $i_{w1}$ . Como puede observarse en el gráfico 2, esto provoca un desplazamiento de la demanda de liquidez hacia la derecha, mientras que el banco central actúa con objeto de lograr materializar la subida del tipo de interés hasta el punto B'. Aunque inicialmente partimos, aparentemente, de una situación de equilibrio, debemos recordar

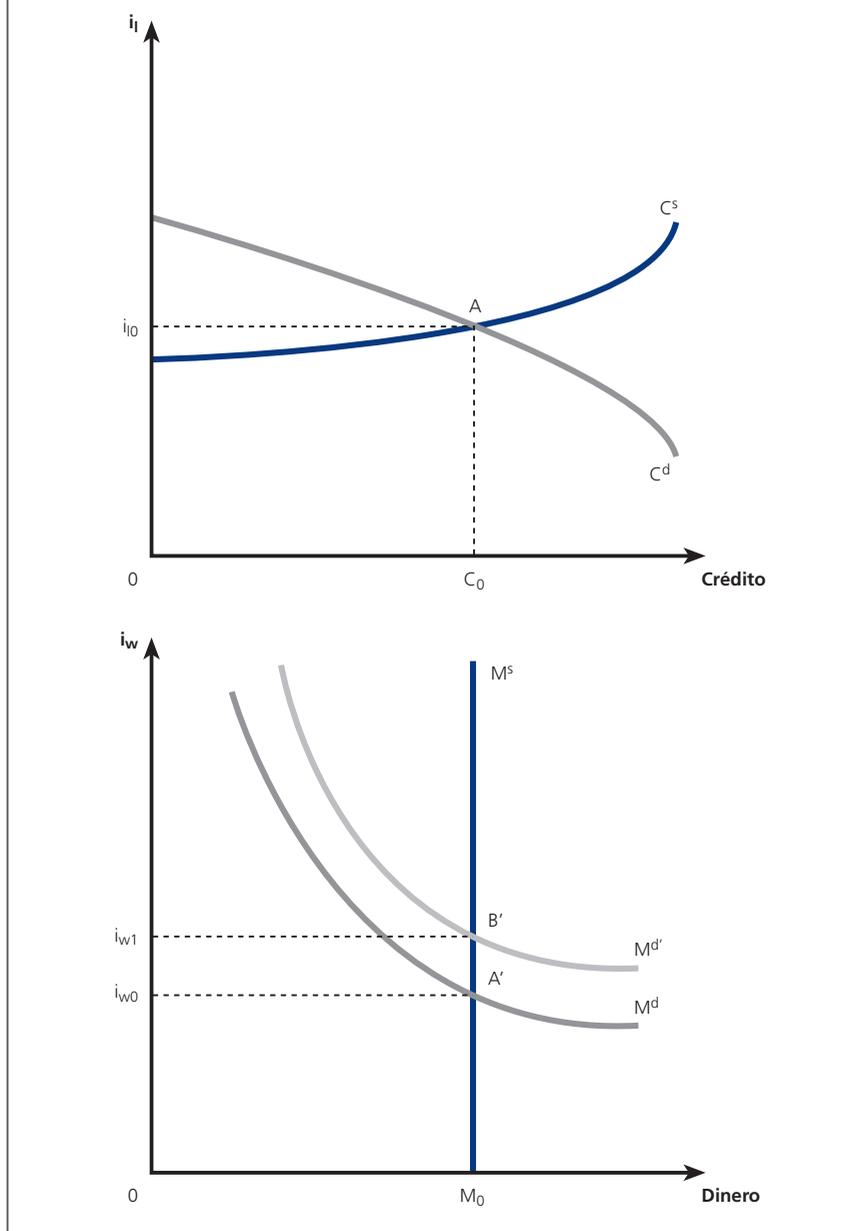
en todo momento que el hecho de que el banco central perciba la posible presencia de presiones inflacionistas no se trata de un hecho consumado. ¿La economía está experimentando un *boom* en el que la oferta y la demanda de crédito es elevada, y el riesgo percibido y la preferencia por la liquidez reducida? o, por el contrario, ¿la economía se ha quedado paralizada por el lado de la oferta, al incrementarse el nivel de inflación por el lado de los costes?

La respuesta inmediata a cómo el incremento de los tipos de interés de los mercados monetarios afecta al mercado de crédito depende del grado de traslación de los tipos de interés por parte de las entidades bancarias. Aunque éstas tienden a trasladar de manera automática los cambios que experimenta el tipo de interés *repo* fijado por el banco central a los tipos de interés básicos, dichas variaciones no se trasladan necesariamente sobre los tipos de interés de los créditos. Éstos optarán por no trasladar de manera completa dichas variaciones debido a los siguientes motivos:

1. Las entidades bancarias han respondido pasivamente ante caídas de los tipos de interés previas.
2. El sector bancario presenta una estructura oligopolística, por lo que existen rigideces en los precios.
3. Las entidades no están plenamente convencidas de que el banco central aplique la subida del tipo de interés *repo*.

Entonces, las entidades bancarias asumirán cualquier incremento en el coste marginal de los fondos reduciendo el margen aplicado, de forma que la ordenada en el origen de la curva de la oferta del crédito no experimentará

GRÁFICO 2  
**AUMENTO DEL TIPO DE INTERÉS REPO, COMPENSADO  
 MEDIANTE UN CAMBIO EN LOS MÁRGENES APLICADOS POR  
 LAS ENTIDADES BANCARIAS**



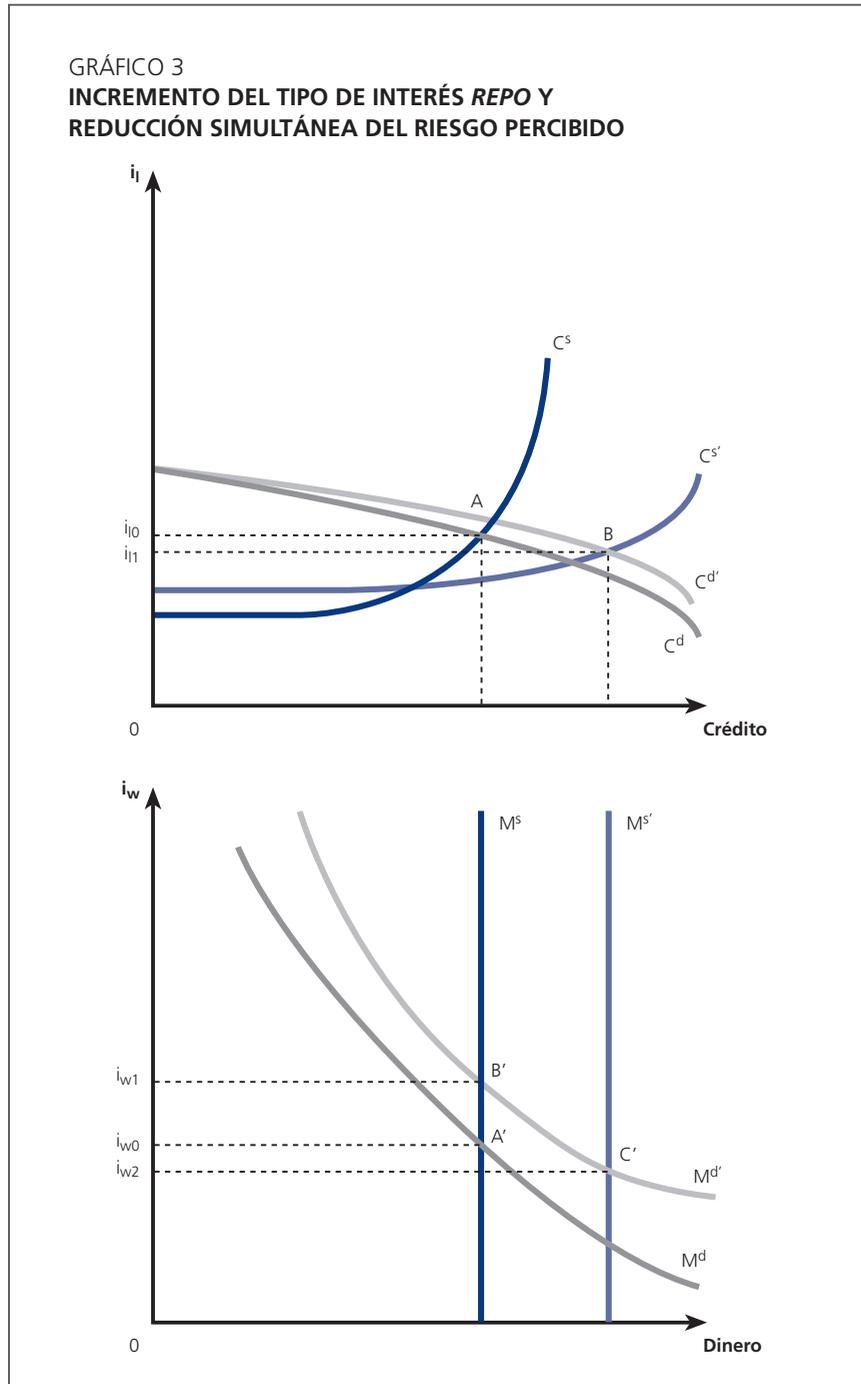
ningún tipo de cambio. Por el contrario, la curva de oferta de crédito se desplazaría hacia arriba, elevándose con ello el tipo de interés de los créditos y reduciéndose el nivel de crédito concedido, y con ello la creación de dinero, impulsando al alza a los tipos de interés.

Pero tenemos que analizar lo que está sucediendo desde el punto de vista de las expectativas y, con ello, lo que ocurre con las pendientes de las curvas de oferta y demanda de crédito. Supongamos que la economía se encuentra en una fase de expansión. En este

caso, la pendiente de ambas curvas se ve reducida a medida que lo hace el riesgo percibido. Como puede observarse en el gráfico 3, aun en el caso de que esta situación se combine con un aumento de la ordenada en el origen de la curva de oferta de crédito, la nueva situación, representada por *B*, puede corresponderse con un aumento del crédito, e incluso con una posible caída del tipo de interés actual del crédito (reforzada por una menor preferencia por la liquidez), que se une a una mayor presión inflacionista. El incremento de crédito genera nuevos depósitos, mejorando las condiciones del mercado de dinero, de tal modo que el tipo de interés se reduce hasta situarse en *C'*. El banco central tendrá que seguir interviniendo si desea seguir manteniendo los tipos de interés en niveles elevados.

Alternativamente, supongamos que la economía se encuentra en fase de recesión como consecuencia de un importante incremento en el precio de un *input* básico (por ejemplo, el petróleo). En este caso, el riesgo percibido aumentaría, provocando un aumento en las pendientes de ambas curvas, al tiempo que la curva de crédito se desplaza hacia arriba (tal como se recoge en el gráfico 4), causando de este modo una reducción del nivel de crédito y un aumento considerable de su coste (tipo de interés), hasta el punto *B*. Esta caída en el ritmo de crecimiento del crédito, y consiguientemente en el de los depósitos, presiona al alza el tipo de interés en los mercados al por mayor (en *C'*). Este efecto podría verse reforzado por el incremento asociado en la preferencia por la liquidez debido a las circunstancias de recesión, lo cual ocasionaría un desplazamiento adicional de la curva *M<sup>d</sup>*. El incremento de los costes para las empresas derivado del

GRÁFICO 3  
**INCREMENTO DEL TIPO DE INTERÉS REPO Y  
 REDUCCIÓN SIMULTÁNEA DEL RIESGO PERCIBIDO**



aumento del coste de la deuda aumentaría las presiones inflacionistas generadas desde el punto de vista de los costes (Chick, 1993).

Este análisis ha venido a reflejar algunas de las posibilidades existentes en términos de traslación de las variaciones en el tipo

de interés *repo* al correspondiente al mercado de crédito. Destaca el papel crucial que desempeñan las expectativas, al determinar la pendiente de las curvas correspondientes al mercado de crédito y de la demanda de dinero. Dado que las decisiones que se toman en el mercado del crédito se

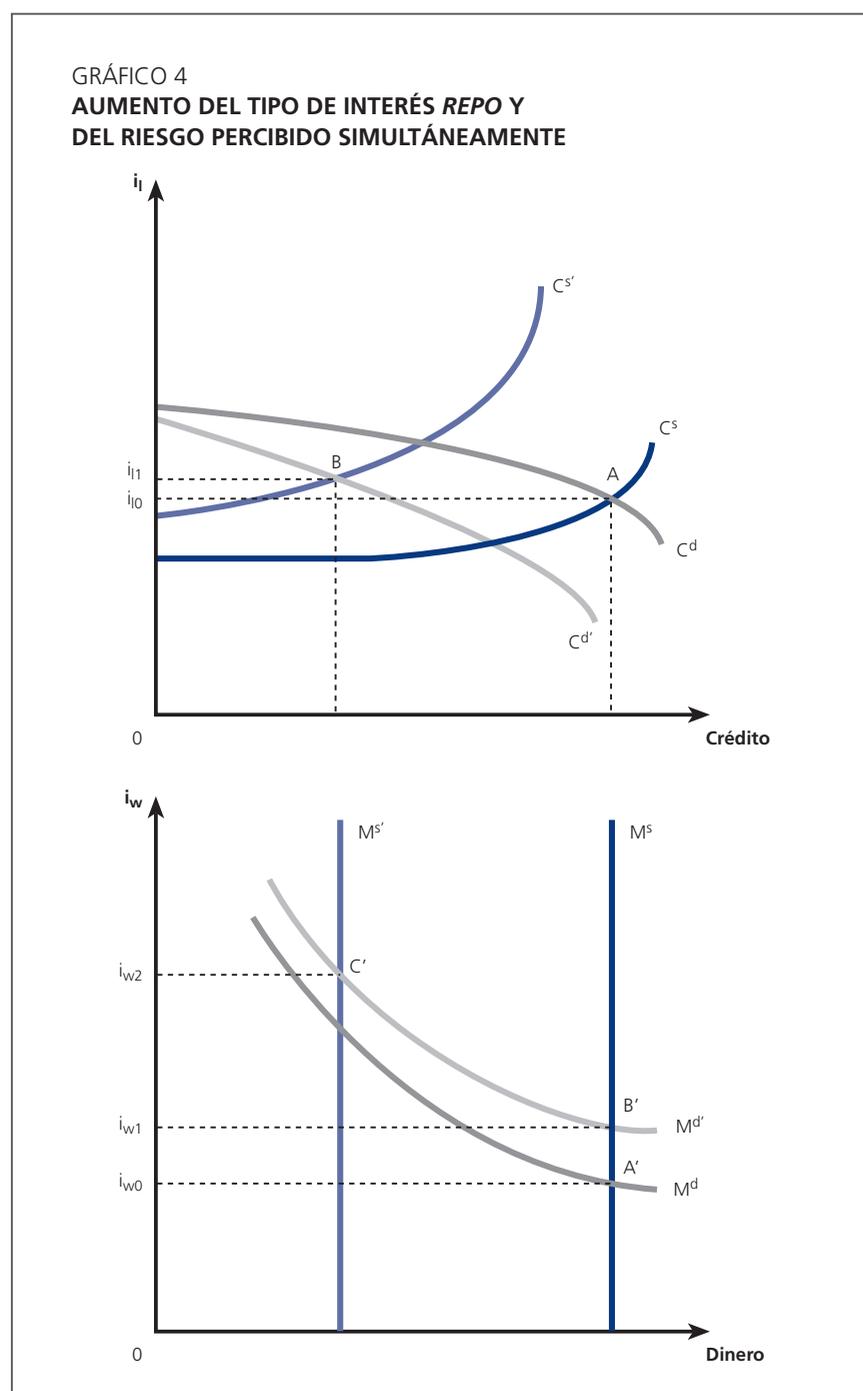
realizan en condiciones de incertidumbre, y puesto que el dinero es el activo preferido en condiciones de elevada incertidumbre, la condición de equilibrio depende básicamente de la confianza otorgada al conocimiento sobre el que se sustentan estas decisiones. La opinión convencional puede mantener las curvas estables durante largos períodos de tiempo, aunque siempre sujetas a cambios, que repercuten en los tipos de interés y en el volumen de crédito.

El propio banco central se enfrenta a problemas de incertidumbre en relación con la confianza que mantiene sobre su propia base de conocimiento. Al igual que los agentes económicos mantienen cierto nivel de incertidumbre sobre los mecanismos que rigen su toma de decisiones en materia de gasto futuro, el banco central se enfrenta a la incertidumbre que rodea las decisiones en materia de política monetaria. El banco central tiene acceso a información en forma de series estadísticas, pero el conocimiento necesario sobre los mecanismos de transmisión requiere de un conocimiento teórico y de la emisión de juicios de valor. Los bancos centrales lo han reconocido durante los últimos años, y han financiado activamente el desarrollo de investigaciones en torno al perfeccionamiento de «modelos en condiciones de incertidumbre» (véase, por ejemplo, Issing, 1999). De nuevo, nos encontramos con que la distinción entre conocimiento e información resulta esencial (Dow, 2004). Cuando el banco central percibe incertidumbre, concluye que lo más racional es introducir pequeños cambios de forma gradual, cuyas consecuencias pueden ser fácilmente reparables en caso de que sus resultados no se ajusten a las expectativas. Las prácticas de política monetaria generan, por sí mismas, y a través del método de

prueba y error, conocimiento sobre el modo en el que operan los mecanismos de transmisión.

Junto a ello, existen otros factores de gran importancia, concernientes a la estructura financiera de las economías, que influyen en la transmisión de la política monetaria y que resultan determinantes a la hora de analizar el modo en que la política monetaria europea incide sobre los distintos estados miembros (Chick y Dow, 1996; De Bondt, 2000). Efectivamente, la amplitud de mecanismos de transmisión que operan en las economías nacionales implica la existencia de un amplio margen de variaciones interregional (véase Rodríguez Fuentes y Dow, 2003). En este apartado nos centramos, en particular, en cuestiones relativas al conocimiento. Aunque la política monetaria única proporciona un mismo esquema de tipos de interés para las entidades bancarias que operan en las distintas regiones o países afectados, existe una gama de pequeños impactos diferenciales cuando nos centramos en las cuestiones referentes al conocimiento en los mercados de crédito.

Las entidades bancarias proporcionan crédito a partir de sus evaluaciones sobre el riesgo de impago. Esta evaluación, de acuerdo con la ya explicada teoría de Keynes sobre la incertidumbre y las expectativas, se realiza a partir de la combinación de conocimiento directo («información»), conocimiento (indirecto) teórico, conocimiento convencional e intuición, todo ello combinado con juicios de valor. En estas evaluaciones suele atribuírsele un mayor peso al conocimiento directo e indirecto, mientras que a las valoraciones más fundadas en el conocimiento convencional y los juicios de valor se les suele atribuir una menor fiabilidad. Porteous (1995)



ha mostrado que, particularmente para las PYME, la base de conocimiento de los bancos es tanto mayor cuanto más próxima se encuentra al prestamista. Por lo tanto, ello implicaría que la base del conocimiento sobre los prestamistas en las regiones más alejadas será menos sólida.

Que el conocimiento sea menos fiable no implica que el volumen de crédito concedido sea menor. Si analizamos el caso de la evolución de la deuda que originó la crisis económica de la década de los ochenta, vemos que el problema se derivó, fundamentalmente, del bajo nivel de conoci-

miento que mostraban las entidades bancarias. Pero, dada la rápida expansión de la deuda de los países en desarrollo en la década de los setenta, mantenida sobre la fragilidad del conocimiento, contaron con un amplio margen de maniobra para alterar sus esquemas de valoración de riesgos. Por tanto, podríamos esperar que la provisión del crédito a las regiones periféricas presentará una mayor volatilidad que en las regiones más céntricas, haciéndolas más vulnerables y, por consiguiente, más proclives a presentar una mayor preferencia por la liquidez.

En este sentido, es de esperar que cualquier endurecimiento de las condiciones monetarias genere efectos desproporcionados sobre las economías periféricas. Desde el punto de vista de la oferta del crédito, si el endurecimiento de las condiciones monetarias genera una revisión de las expectativas, las relativas a las economías periféricas serán más vulnerables que las correspondientes al resto, aumentando la probabilidad de que el crédito se reduzca notablemente. En lo que respecta a la preferencia por la liquidez, las consecuencias regionales de una reducción en el crédito es probable que alimenten una mayor preferencia por la liquidez, así como la consiguiente reducción del nivel de gasto.

## V. CONCLUSIONES

El conocimiento constituye la esencia de los sistemas financieros y, en particular, de la actividad bancaria. En el presente artículo ha sido analizado el conocimiento como un concepto más amplio que el de información. Mientras que la información se mantiene con certeza, el conocimiento se mantiene con incertidumbre en diferentes niveles. Puesto que el conocimiento incierto se apoya en

las convicciones, la intuición y los juicios de valor, así como en la experiencia y en la teoría, esto puede promover, dependiendo del momento, la estabilidad y la inestabilidad a medida que tales elementos vayan cambiando a lo largo del tiempo.

El conocimiento (del riesgo del prestatario) constituye la base sobre la que se sustentan las decisiones en materia crediticia que adoptan las entidades bancarias. Los cambios que experimente el conocimiento pueden inducir cambios en la creación de crédito. De igual modo, las disparidades de conocimiento, dadas las diferentes clases de prestatarios (procedentes, por ejemplo, de distintos países), da lugar a diferentes modelos de creación de crédito; cuanto menos fiable sea el conocimiento más volátil será el modelo de creación del crédito.

El propio banco central se enfrenta a la incertidumbre en el modo en que se transmiten los efectos asociados a las decisiones de política monetaria. La política monetaria atribuye al banco central el papel de actor principal, en su intento de crear las condiciones en los mercados monetarios que garanticen la creación de crédito en la dirección deseada. Pero el banco central está entrando en un proceso en el que el estado de las expectativas puede adquirir una configuración lo suficientemente sólida como para que no pueda ser contrarrestada. La política monetaria afecta a los planes de gasto a través de varias vías, incluyendo el estado de las expectativas convencionales y la confianza que en ellas se mantiene. Considerar que la política monetaria opera únicamente con la información conocida supone pasar por alto un panorama mucho más amplio referente a las decisiones de prestar y pedir prestado.

## NOTAS

(1) Los *repos* son acuerdos de recompra y venta. El tipo de interés *repo* es un tipo de interés anual que se obtiene como la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta. Un *repo* equivale a tomar fondos durante un período determinado a un coste fijo, con la consideración añadida de que el precio del activo puede variar en relación con el precio de recompra durante el período establecido.

(2) Los neokeynesianos cuantifican el riesgo en términos diferenciales manteniendo la media constante (*mean-preserving spread*), en lugar de como una simple varianza (ROTHSCHILD y STIGLITZ, 1970; NEWBERY y STIGLITZ, 1981). El factor crítico es que es cuantificable en cierta medida.

(3) Véase RUNDE y MIZUHARA (2003) para un análisis más detallado de las últimas interpretaciones de la obra de KEYNES (1921).

(4) Véase DOW y DOW (1988) para un tratamiento pormenorizado sobre la preferencia por la liquidez aplicada a todos los sectores, que va más allá de la noción tradicional de asignación fija de la cartera financiera.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P., y GLICKMAN, M. (2002), «Financial crisis in Southeast Asia: Dispelling illusion the Minskian way», *Cambridge Journal of Economics*, 26: 237-60.
- BANK OF ENGLAND (1999), «The transmission of monetary policy», *Bank of England Quarterly Bulletin*, mayo: 161-70.
- BERNANKE, B. S. (1993), «Credit in the macroeconomy», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 18: 50-70.
- CHICK, V. (1993), «The evolution of the banking system and the theory of monetary policy», en FROWEN, S. F. (ed.), *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, Londres, Macmillan: 79-92.
- CHICK, V., y DOW, S. C. (1996), «Regulation and differences in financial institutions», *Journal of Economic Issues*, 30 (2): 517-23.
- (2002), «Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: A non-dualistic treatment», *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4): 587-608.
- COATES, J. (1996), *The Claims of Common Sense: Moore, Wittgenstein, Keynes and the Social Sciences*, Cambridge, Cambridge University Press.
- DAVIDSON, P. (1978), *Money and the Real World*, segunda edición, London, Macmillan.
- DE BONDT, G. J. (2000), *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe*, Cheltenham, Edward Elgar.
- DOW, A. C., y DOW, S. C. (1988), «Endogenous money creation and idle balances», en

<p>PHEBY, J. (ed.), <i>New Directions in Post-Keynesian Economics</i>, Cheltenham, Edward Elgar.</p> <p>DOW, S. C. (1990), «Beyond Dualism», <i>Cambridge Journal of Economics</i>, 14 (2): 43-158.</p> <p>— (1996), «Horizontalism: A critique», <i>Cambridge Journal of Economics</i>, 20 (4): 497-508.</p> <p>— (1998), «Knowledge, information and credit creation», en ROTHEIM, R. J. (ed.), <i>New Keynesian Economics/Post Keynesian Alternatives</i>, Londres, Routledge: 214-227.</p> <p>— (2004), «Unertainty and monetary policy», <i>Oxford Economic Papers</i>, 56: 539-561.</p> <p>DOW, S. C., y EARL, P. E. (1982), <i>Money Matters</i>, Oxford, Basil Blackwell.</p> <p>EDWARDS, J., y FISCHER, K. (1994), <i>Banks, Finance and Investment in Germany</i>, Londres, CEPR.</p> <p>FAZZARI, S. M.; HUBBARD, G., y PETERSON, B. C. (1988), «Financing constraints and corporate investment», <i>Brookings Papers on Economic Activity</i>, n.º 1.</p>	<p>GEORGE, E. (1997), «Are banks special?», <i>Bank of England Quarterly Bulletin</i>, 37 (1): 113-8.</p> <p>ISSING, O. (1999), «The monetary policy of the ECB in a world of uncertainty», trabajo presentado en la <i>ECB/CFS Conference on Monetary Policy-making under Uncertainty</i>, Francfort, diciembre.</p> <p>JAFFEE, D., y STIGLITZ, J. E. (1990), «Credit rationing», en FRIEDMAN, B., y HAHN, F. H. (eds.), <i>Handbook of Monetary Economics</i>, Amsterdam, North-Holland.</p> <p>KEYNES, J. M. (1921), <i>A Treatise on Probability</i>, Londres, Macmillan; reimpresión en volumen VIII de <i>Collected Writings of John Maynard Keynes</i>, Londres, Macmillan, 1973.</p> <p>Lawson, T. (1997), <i>Economics and Reality</i>, Londres, Routledge.</p> <p>— (2003), <i>Reorienting Economics</i>, Londres, Routledge.</p> <p>MINSKY, H. P. (1975), <i>John Maynard Keynes</i>, Londres, Macmillan.</p>	<p>— (1982), <i>Inflation, Recession and Economic Policy</i>, Brighton, Wheatsheaf.</p> <p>NEWBERY, D., y STIGLITZ, J. E. (1981), <i>The Theory of Commodity Price Stabilization: A Study in the Economics of Risk</i>, Oxford, Oxford University Press.</p> <p>PORTEOUS, D. J. (1995), <i>The Geography of Finance</i>, Aldershot, Avebury.</p> <p>RODRÍGUEZ FUENTES, C.J., y DOW, S. C. (2003), «EMU and the regional impact of monetary policy», <i>Regional Studies</i>, vol. 37, número 9: 969-980.</p> <p>ROTHSCHILD, M., y STIGLITZ, J. E. (1970), «Increasing risk I: A definition», <i>Journal of Economic Theory</i>, 2: 225-43.</p> <p>RUNDE, J., y MIZUHARA, S. (eds.) (2003), <i>The Philosophy of Keynes's Economics: Probability, Uncertainty and Convention</i>, Londres, Routledge.</p> <p>SHACKLE, G. L. S. (1955), <i>Uncertainty and Economics</i>, Cambridge, Cambridge University Press.</p>
--	--	--



---

COLABORACIONES

**III.**  
**LA INTEGRACIÓN DE LOS  
MERCADOS FINANCIEROS EN EUROPA**

## Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar el proceso de integración y competencia en los mercados financieros europeos, los obstáculos o barreras que dificultan el proceso y los principales impulsos o iniciativas implementados para avanzar hacia una integración financiera. La mayor parte de la evidencia aportada indica que se ha avanzado en el proceso de integración financiera, pero que el avance es lento y dista de haberse conseguido en muchos ámbitos de las actividades financieras, especialmente en los mercados al por menor. En términos de competencia, la evidencia no es concluyente, ya que si bien se han estrechado los márgenes absolutos, los márgenes relativos —como indicador de poder de mercado— han aumentado. La existencia de barreras de distinto tipo (fiscales, regulatorias, institucionales, etc.) que protegen los mercados nacionales de la competencia externa son el principal obstáculo al proceso de integración y competencia.

*Palabras clave:* convergencia, integración, competencia, mercados financieros.

## Abstract

The objective of this article is to analyse the process of integration and competition in European financial markets, the obstacles or barriers which hinder the process and the primary drives or initiatives implemented in order to move towards financial integration. The greater part of the evidence provided indicates that progress has been made in the process towards financial integration, but this progression is slow, and is far from having been achieved in many spheres of financial activities, particularly in retail markets. In terms of competition, the evidence provided is inconclusive; while absolute margins have been narrowed, relative margins —as an indicator of the power of the market— have increased. Barriers of different types (tax, legal, institutional, etc.) which protect national markets from outside competition are the primary obstacle to the process of integration and competition.

*Key words:* convergence, integration, competition, financial markets.

*JEL classification:* F36, G15, G20.

# CONVERGENCIA, INTEGRACIÓN Y COMPETENCIA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS

Joaquín MAUDOS

Francisco PÉREZ (\*)

Universitat de València e IVIE

## I. INTRODUCCIÓN

LOS mercados financieros europeos están en constante evolución como consecuencia de acontecimientos tan importantes en el proceso de integración como la liberalización de los movimientos de capitales y la introducción de la moneda única, y también debido a otros procesos que tienen lugar en todo el mundo, como la oleada de fusiones y adquisiciones, el avance de la globalización de los mercados, la desintermediación financiera, los avances tecnológicos, etcétera.

De entre los fenómenos citados, las distintas iniciativas llevadas a cabo por las instituciones públicas como la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (entre otras, la libertad de movimientos de capital, la desregulación de los tipos de interés, la primera y segunda directivas bancarias, el acta única, el plan de acción de los servicios financieros) han estado dirigidas a la consecución de una mayor integración y competencia en los mercados financieros.

Pero ¿por qué es importante fomentar la integración y la competencia en los mercados financieros? La extensa literatura económica, así como la evidencia empírica disponible, muestran la importancia del desarrollo y la integración de los mercados financieros para la consecución de elevadas tasas de crecimiento económico y generación de em-

pleo. Y ello se debe básicamente a dos motivos: en primer lugar, el desarrollo financiero, la integración financiera y la competencia entre intermediarios financieros favorece la acumulación de capital en la medida en la que incentivan una mayor eficiencia en los mercados e instituciones financieras, reduciéndose de esa forma la parte del ahorro que se consume en el proceso de intermediación; y en segundo lugar, el desarrollo, la integración y la competencia financiera fomentan el crecimiento económico a través de una localización más eficiente del ahorro disponible.

En este contexto, la finalidad de este trabajo es analizar el proceso reciente de integración de los mercados financieros en Europa, con un doble objetivo: por un lado, aportar evidencia empírica acerca de la evolución del proceso de integración y la competencia en los mercados financieros europeos desde mediados de la década de los noventa; por otro, detectar la posible existencia de ineficiencias en dicho proceso que requieren la actuación de la política económica.

Para ello, la exposición se estructura en seis apartados. Tras esta introducción, en el apartado II, se analiza la estructura financiera de los países europeos, así como la evolución de las desigualdades entre países, con objeto de constatar el proceso de convergencia o divergencia; en el III,

se repasan los argumentos sobre la importancia de avanzar en el proceso de integración de los mercados financieros, utilizando la evidencia que aportan estudios recientes que cuantifican los beneficios asociados a la integración financiera; en el IV, se aporta evidencia empírica en torno a dos aspectos importantes de los mercados e intermediarios financieros (la integración y la competencia), utilizando para ello un amplio conjunto de indicadores; en el V, se realiza un breve repaso de los principales obstáculos o barreras al proceso de integración y competencia, y de las iniciativas propuestas por la Comisión Europea con el objetivo de avanzar en el proceso de integración de los mercados financieros, prestando especial atención al amplio conjunto de medidas del llamado Plan de Acción de los Servicios

Financieros; finalmente, el apartado VI contiene las conclusiones del trabajo.

## II. DIFERENCIAS EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LOS PAÍSES EUROPEOS: ¿CONVERGENCIA O DIVERGENCIA?

La estructura financiera de un país refleja la importancia de los distintos mecanismos e instrumentos de financiación que, a su vez, afectan al grado de desarrollo financiero y al coste de la financiación. Por este motivo, los cambios en la estructura financiera son de importancia ya que tienen efectos directos e indirectos sobre la economía real al afectar a las condiciones en las que se financia la inversión y, por tanto, el crecimiento económico.

Antes de analizar la evolución de la estructura financiera de los países de la Unión Europea (UE), es de interés considerar las diferencias con Japón y Estados Unidos (1). El cuadro n.º 1 muestra la importancia de las principales fuentes de financiación de una economía (préstamos bancarios, títulos de deuda, títulos de los mercados de capitales) como porcentaje del PIB. Los datos muestran la importancia relativa de la financiación bancaria en la Unión Europea (en 2002, 90 por 100 del PIB), especialmente en comparación con EE.UU. (41 por 100 del PIB), y la menor importancia relativa de la financiación en los mercados (en 2002, la capitalización bursátil representa el 58 por 100 del PIB en la UE y el 95 por 100 en EE.UU.). Por tanto, la estructura financiera de la UE está más orientada a la banca, en comparación con EE.UU.

CUADRO N.º 1

### ESTRUCTURA FINANCIERA Porcentaje del PIB

	1995			2001			2002		
	Préstamos	Títulos de deuda	Capitalización bursátil	Préstamos	Títulos de deuda	Capitalización bursátil	Préstamos	Títulos de deuda	Capitalización bursátil
Bélgica .....	95,35	161,47	37,40	114,69	133,97	73,25	111,93	149,55	—
Dinamarca.....	43,65	164,62	31,80	67,13	155,67	53,68	—	178,90	41,20
Alemania.....	94,74	78,17	23,33	131,27	80,67	58,12	128,69	87,52	31,24
Grecia .....	15,63	73,66	14,32	55,28	78,03	72,70	60,18	92,84	45,62
España .....	70,41	61,11	33,27	98,38	61,75	80,69	103,71	71,80	64,24
Francia .....	89,23	87,73	33,32	94,41	86,19	90,11	94,70	99,90	61,71
Irlanda.....	86,46	42,41	39,24	186,57	27,80	73,87	183,70	32,28	46,10
Italia.....	69,02	138,84	19,11	75,87	122,56	48,68	77,45	139,43	36,40
Luxemburgo.....	621,91	—	167,35	700,68	—	118,59	652,83	—	108,52
Holanda .....	130,11	75,68	70,52	240,81	92,07	131,70	248,50	104,47	—
Austria .....	110,59	62,49	13,30	132,98	78,90	13,36	131,55	91,79	14,87
Portugal .....	62,53	55,05	17,33	128,05	61,47	42,32	130,55	76,78	—
Finlandia .....	54,37	61,50	34,41	62,52	54,27	157,52	65,79	62,29	95,38
Suecia .....	35,89	113,38	70,68	46,73	73,08	108,22	—	85,58	66,87
Reino Unido .....	58,35	52,87	119,66	94,23	64,41	150,83	—	69,92	105,67
Euronext .....	—	—	—	126,07	93,02	96,43	127,93	105,03	63,08
Eurozona.....	85,50	86,23	28,05	112,32	84,93	69,11	—	96,00	45,84
Unión Europea .....	82,36	87,03	42,35	109,56	84,76	86,63	90,07	95,38	58,50
Estados Unidos.....	45,49	142,03	91,65	40,72	151,74	140,35	41,49	156,27	95,04
Japón .....	93,27	92,67	66,52	79,74	139,09	55,03	—	167,93	46,52

Fuentes: OCDE, BCE, BIS, Eurostat y elaboración propia.

o Japón. La comparación de la situación en 2002 con la existente en 1995 muestra que las diferencias de estructura financiera entre las tres áreas económicas analizadas se han mantenido, con un peso de la financiación bancaria muy superior en la Unión Europea.

En relación con la importancia relativa de las principales vías de financiación (bancaria y no bancaria), existen también importantes diferencias entre los países de la UE. Así, coexisten países con una estructura financiera más dependiente de la financiación bancaria (Alemania, España, Irlanda, Luxemburgo, Holanda, Austria y Portugal) con países más dependientes de los mercados (Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Reino Unido).

El cuadro n.º 2 muestra las fuentes de financiación de la UE para el total de la economía, el sector no financiero y el sector de las economías domésticas como porcentaje del total de los pasivos financieros. Para el total de la economía, la estructura porcentual de las fuentes de financiación es relativamente estable, si bien se ha producido una ganancia en la importancia de la financiación vía renta variable (19,5 por 100 en 1995; 26,5 por 100 en 2001) en detrimento de la financiación bancaria (préstamos). Para el sector no financiero, se aprecia más claramente la pérdida de importancia relativa de la financiación bancaria (33,4 por 100 en 1995; 28,3 por 100 en 2001) y el aumento de la importancia de la financiación con títulos de renta variable (46,8 por 100 en 1995; 55,8 por 100 en 2001). En el caso de las economías domésticas, existe una mayor dependencia de la financiación bancaria.

La información sobre fuentes de financiación por países (cuadro n.º 3) constata nuevamente

CUADRO N.º 2

**FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA**  
Porcentajes sobre el total de pasivos financieros

	1995	2001
<b>a) Total economía:</b>		
Pasivos financieros .....	100,0	100,0
Efectivo y depósitos .....	26,3	24,0
Títulos distintos de acciones.....	16,8	14,9
Préstamos.....	22,4	20,3
Acciones y otros títulos renta variable .....	19,5	26,5
Reservas técnicas compañías de seguros .....	8,7	9,0
Otros .....	6,2	5,3
<b>b) Sector no financiero:</b>		
Pasivos financieros .....	100,0	100,0
Efectivo y depósitos .....	0,1	0,0
Títulos distintos de acciones.....	4,0	4,7
Préstamos.....	33,4	28,3
Acciones y otros títulos renta variable .....	46,8	55,8
Reservas técnicas compañías de seguros .....	1,9	1,2
Otros .....	13,8	10,0
<b>c) Economías domésticas:</b>		
Pasivos financieros .....	100,0	100,0
Efectivo y depósitos .....	0,0	0,0
Títulos distintos de acciones.....	0,1	0,2
Préstamos.....	92,0	91,3
Acciones y otros títulos renta variable .....	0,0	0,0
Reservas técnicas compañías de seguros .....	0,4	0,4
Otros .....	7,5	8,1

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

la existencia de diferencias. La información referida al último año disponible (2001) muestra que la dependencia de la financiación bancaria del sector no financiero es elevada en Austria (66,4 por 100 del total de los pasivos financieros), Dinamarca y Alemania (40 por 100), mientras que el grado de dependencia de la financiación en los mercados (renta variable) es elevada en Bélgica (72 por 100), Finlandia (70 por 100) y Francia (64 por 100). A excepción de Portugal y Reino Unido, en todos los países de la UE ha disminuido la importancia relativa de los préstamos bancarios como fuente de financiación del sector privado no financiero.

En la vertiente del activo (inversiones financieras), en el corto

período de tiempo analizado, la estructura porcentual de las inversiones es relativamente estable (ver cuadro n.º 4), si bien se ha producido un aumento de la importancia relativa de la inversión en títulos de renta variable. Más concretamente, para el total de la economía el porcentaje del total de activos que la renta variable representa ha aumentado del 20,4 por 100 en 1995 a 28,7 por 100 en 2001. La información desagregada por sectores indica que es en el sector no financiero donde más ha aumentado la importancia relativa de los títulos de renta variable (del 38,8 por 100 en 1995 al 51,5 por 100 en 2001). En el caso de las economías domésticas, se ha producido una caída de la importancia relativa de la colocación del ahorro en efectivo y depósitos

CUADRO N.º 3

**FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA**  
**Porcentajes sobre el total de los pasivos financieros de cada país**

	1995						2001					
	Efectivo y depósitos	Títulos distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otra renta variable	Reservas técnicas seguros	Otros	Efectivo y depósitos	Títulos distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otra renta variable	Reservas técnicas seguros	Otros
<b>a) Total economía:</b>												
Bélgica.....	31,0	24,2	16,4	20,0	3,8	4,6	24,7	16,2	16,3	32,6	4,8	5,4
Dinamarca.....	15,6	29,9	24,8	15,1	8,8	5,8	16,5	26,8	23,8	18,2	9,2	5,5
Alemania.....	29,1	17,0	26,5	15,6	8,8	3,0	27,8	16,4	22,8	21,0	8,4	3,7
Grecia.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
España.....	32,5	12,0	18,3	20,3	3,3	13,6	24,2	10,1	18,9	29,7	4,1	13,0
Francia.....	24,8	16,3	18,9	24,4	5,5	10,2	21,3	14,4	14,0	36,2	6,4	7,7
Irlanda.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Italia.....	25,4	25,8	22,4	15,2	4,4	6,9	18,2	22,8	20,4	27,6	5,5	5,4
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	16,8	11,3	28,5	19,1	17,4	6,9	18,7	11,9	25,3	22,6	15,3	6,2
Austria.....	35,5	20,2	28,7	9,8	4,4	1,4	32,4	22,0	24,0	15,8	4,8	1,1
Portugal.....	29,8	13,1	16,6	23,9	3,6	13,1	29,2	11,3	24,4	21,2	4,4	9,5
Finlandia.....	13,1	22,4	25,5	27,7	2,1	9,3	11,1	11,9	21,5	47,1	3,4	5,0
Suecia.....	12,9	24,7	27,5	21,5	5,1	8,3	13,7	16,1	23,5	31,8	6,7	8,2
Reino Unido.....	28,1	10,7	19,8	21,7	16,3	3,3	27,7	11,2	21,4	23,0	14,1	2,6
<b>b) Sector no financiero:</b>												
Bélgica.....	1,0	4,8	29,7	60,5	—	4,9	—	2,9	22,1	72,0	—	3,0
Dinamarca.....	—	2,4	43,1	46,2	—	8,2	—	6,2	40,2	48,0	—	5,6
Alemania.....	—	2,9	42,5	41,3	6,9	6,4	—	1,9	40,0	45,9	4,7	7,6
Grecia.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
España.....	—	3,0	25,1	42,0	0,8	29,1	—	1,2	23,8	51,1	0,1	23,8
Francia.....	0,1	5,8	27,9	47,2	—	19,0	0,1	5,8	19,1	64,1	—	10,8
Irlanda.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Italia.....	—	1,7	40,1	35,9	4,4	18,0	—	1,8	30,5	52,0	3,5	12,1
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	—	2,1	38,9	44,8	—	14,2	—	4,6	35,1	48,6	—	11,6
Austria.....	—	5,1	73,5	17,4	—	4,0	—	7,2	66,4	24,1	—	2,2
Portugal.....	—	3,6	26,3	46,1	1,4	22,5	—	4,5	36,6	39,0	0,5	19,4
Finlandia.....	—	2,7	28,0	55,5	—	13,9	—	3,1	21,9	69,9	—	5,1
Suecia.....	—	1,7	43,1	39,7	1,6	14,0	—	3,9	33,3	48,6	1,0	13,2
Reino Unido.....	—	6,1	23,7	62,1	—	8,1	—	8,8	26,4	59,7	—	5,2

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

(35,5 por 100 en 1995, 28,6 por 100 en 2001), que se ha contrarrestado con el crecimiento de la inversión en renta variable.

Por países (cuadro n.º 5), destaca el aumento de la importancia relativa de la inversión en renta variable por parte del sector no financiero, habiendo aumentado la importancia relativa en todos los países de la EU, a excepción de Holanda. Es de destacar el crecimiento de la importancia de la in-

versión en este tipo de activo financiero en el caso de Dinamarca, España, Italia, Austria y Portugal. En el sector de las economías domésticas (no mostrado), la colocación del ahorro en depósitos bancarios ha perdido importancia en la práctica totalidad de los países de la EU, mientras que ha ocurrido lo contrario en el caso de inversión en títulos de renta variable.

Con objeto de analizar la evolución de las diferencias en las es-

tructuras financieras de los países de la EU, a continuación se analiza el proceso de convergencia vs. divergencia entre las mismas utilizando estadísticos de dispersión ( $\sigma$ -convergencia). En concreto, se utiliza la desviación típica y se construye tanto para la vertiente del pasivo (fuentes de financiación) como del activo (inversiones financieras).

El gráfico 1 presenta, para el total de la economía, la evolución

CUADRO N.º 4

**INVERSIONES FINANCIERAS**  
Porcentajes sobre el total de los activos financieros

	1995	2001
<b>a) Total economía:</b>		
Activos financieros.....	100,0	100,0
Oro monetario y DEG.....	0,3	0,2
Efectivo y depósitos.....	26,0	22,2
Títulos distintos de acciones.....	15,5	14,4
Préstamos.....	22,6	20,2
Acciones y otra renta variable.....	20,4	28,7
Reservas técnicas seguros.....	8,7	8,9
Otros.....	6,5	5,5
<b>b) Sector no financiero:</b>		
Activos financieros.....	100,0	100,0
Oro monetario y DEG.....	0,0	0,0
Efectivo y depósitos.....	16,5	12,4
Títulos distintos de acciones.....	5,9	5,7
Préstamos.....	10,2	11,4
Acciones y otra renta variable.....	38,8	51,5
Reservas técnicas seguros.....	1,4	0,9
Otros.....	27,2	18,1
<b>c) Economías domésticas:</b>		
Activos financieros.....	100,0	100,0
Oro monetario y DEG.....	0,0	0,0
Efectivo y depósitos.....	35,5	28,6
Títulos distintos de acciones.....	11,3	7,2
Préstamos.....	0,4	0,2
Acciones y otra renta variable.....	22,7	29,6
Reservas técnicas seguros.....	27,5	32,2
Otros.....	2,5	2,1

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

de la desviación típica de la ratio entre cada instrumento financiero y el PIB, tanto en la vertiente del activo como del pasivo. El gráfico muestra que se han acentuado las desigualdades en la importancia que cada activo financiero tiene en el PIB de cada país, con la excepción del caso de los «títulos distintos de acciones», siendo de destacar el proceso de divergencia en el caso de los títulos de renta variable (la desviación típica casi se ha duplicado de 1995 a 2001). Idéntico proceso de divergencia, aunque menos acusado, se ha producido en el caso de los préstamos (la desviación típica ha aumentado de 0,353 a 0,429). La comparación de los niveles de la desviación típica muestra que

las mayores diferencias entre países tienen lugar en la importancia relativa de la inversión en renta variable (2).

En resumen, si bien la estructura financiera de la UE, en comparación con EE.UU., está basada en la financiación bancaria, se aprecia un aumento de la importancia relativa de la financiación directa en los mercados, con un crecimiento del porcentaje que la renta variable representa tanto en el total de los pasivos como en el de los activos financieros del sector no financiero. De forma paralela, las diferencias en la estructura financiera de los países de la UE se han acentuado en los últimos años (de 1995 a 2001), consta-

tándose la existencia de un proceso de divergencia en el peso de los distintos activos financieros en el PIB, siendo de destacar la divergencia en el peso de los títulos de renta variable.

### III. LOS BENEFICIOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Se puede establecer una de línea de causación entre los conceptos de integración, competencia y eficiencia de los mercados financieros, que podría enunciarse de la siguiente forma: «Una mayor integración de los mercados financieros supone una presión sobre la competencia, lo que fuerza a los mercados y a los intermediarios financieros a incrementar la eficiencia». A este respecto, el Consejo Europeo celebrado en Barcelona en 2002 llegó a la conclusión de que «los principales canales para alcanzar los beneficios de la integración financiera son promover la eficiencia a través de mercados financieros más amplios y líquidos y generar una mayor competencia entre los oferentes de servicios financieros».

Un reciente informe realizado por encargo de la Comisión Europea resume los beneficios potenciales de la integración de los mercados financieros (Heinemann y Jopp, 2002), agrupándolos en dos grandes grupos, micro y macroeconómicos, según afecten al consumidor o a la sociedad en su conjunto. Desde el punto de vista del consumidor, una mayor integración supone un abanico más amplio de productos financieros en los que colocar el ahorro u obtener financiación, precios más reducidos como consecuencia de la intensificación de la competencia y mejoras en la composición de la cartera de activos financieros en términos de rentabilidad-riesgo.

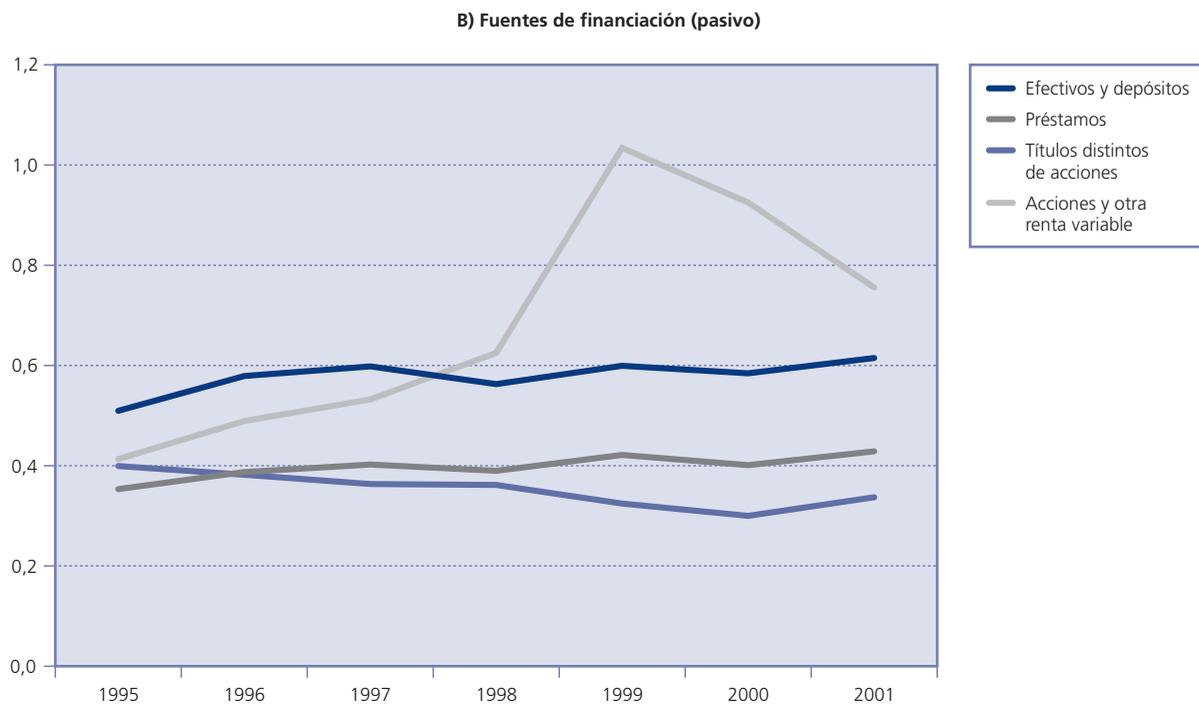
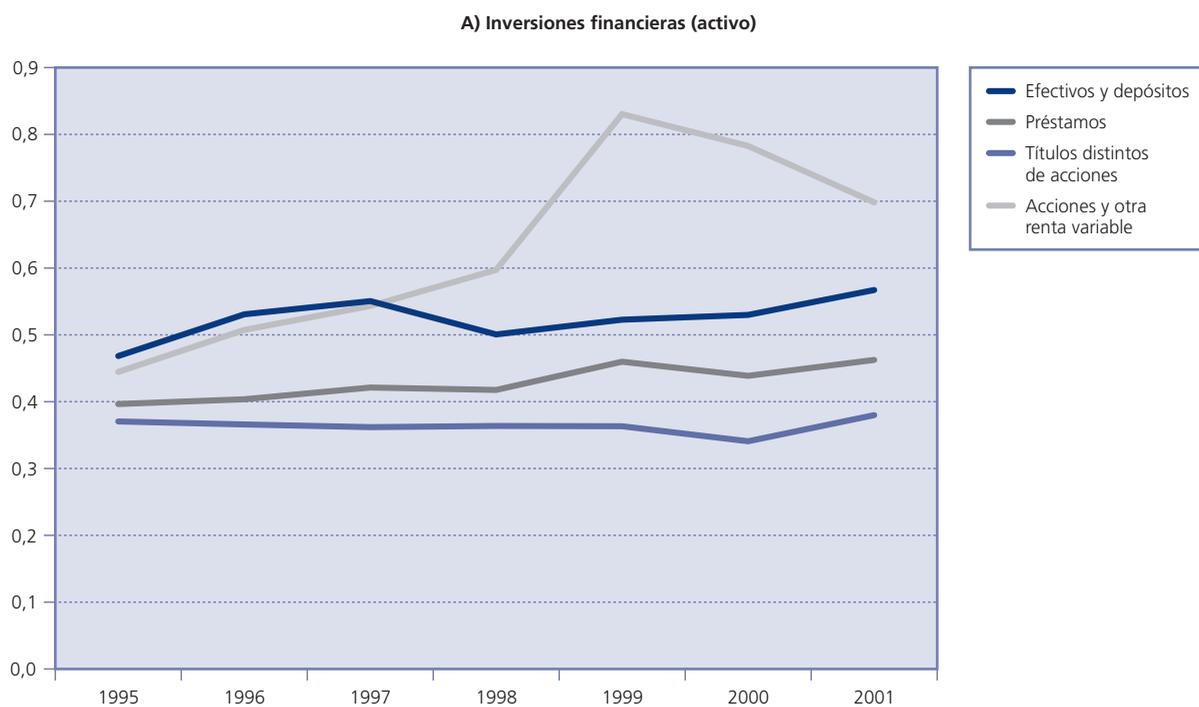
CUADRO N.º 5

**INVERSIONES FINANCIERAS EN LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA**  
**Porcentaje del total de activos financieros de cada país**

	1995						2001							
	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Títulos distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otra renta variable	Reservas técnicas seguros	Otros	Oro monetario y DEG	Efectivo y depósitos	Títulos distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otra renta variable	Reservas técnicas seguros	Otros
<b>a) Total economía:</b>														
Bélgica.....	0,4	27,4	24,7	16,8	20,7	3,8	6,3	0,2	20,2	21,3	16,8	32,7	4,9	3,9
Dinamarca.....	0,1	17,6	25,6	25,0	16,5	9,1	6,2	0,1	15,2	23,5	23,8	22,1	9,3	5,9
Alemania.....	0,1	29,0	14,9	27,0	17,2	8,6	3,4	0,2	25,1	14,8	23,6	24,1	8,1	4,1
Grecia.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
España.....	0,1	35,4	10,8	18,0	18,1	3,5	14,1	0,1	22,7	10,3	18,0	31,2	4,3	13,3
Francia.....	0,3	25,2	14,7	19,7	24,6	5,4	10,1	0,2	20,1	14,2	14,6	36,9	6,3	7,7
Irlanda.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Italia.....	0,5	25,4	24,3	21,4	16,7	4,3	7,4	0,3	16,6	20,1	19,3	32,6	5,2	5,7
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	0,7	15,9	10,3	29,8	19,3	17,0	6,9	0,3	16,2	10,4	28,6	22,8	15,4	6,3
Austria.....	0,5	36,2	16,0	32,1	9,0	4,5	1,6	0,3	29,8	16,7	29,3	17,9	5,0	1,1
Portugal.....	1,0	31,5	13,7	14,9	22,3	3,7	12,9	0,7	24,9	12,5	25,9	21,2	4,7	10,1
Finlandia.....	0,2	16,2	15,1	26,9	29,1	2,2	10,4	0,1	13,5	11,8	23,8	40,5	3,6	6,6
Suecia.....	0,1	11,6	20,2	29,8	23,7	5,6	9,0	0,1	11,6	13,2	24,0	35,4	7,1	8,6
Reino Unido.....	0,1	26,1	11,8	18,6	23,7	16,2	3,5	0,0	26,8	12,2	19,0	25,3	14,0	2,6
<b>b) Sector no financiero:</b>														
Bélgica.....	—	16,1	2,9	13,7	50,4	1,7	15,1	—	10,7	3,5	17,9	65,9	1,0	1,0
Dinamarca.....	—	24,6	18,0	0,7	21,4	1,7	33,7	—	18,6	9,1	0,0	43,1	1,1	28,2
Alemania.....	—	23,2	6,2	4,3	47,5	2,3	16,5	—	14,7	10,8	6,1	50,7	1,7	15,9
Grecia.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
España.....	—	14,5	2,3	1,0	28,5	1,8	51,8	—	9,6	1,7	3,0	44,7	1,3	39,8
Francia.....	—	7,0	6,1	12,7	43,6	0,8	29,8	—	5,3	6,4	12,7	57,5	0,4	17,7
Irlanda.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Italia.....	—	14,1	6,5	2,0	30,9	2,0	44,5	—	8,2	4,2	3,2	60,8	1,2	22,3
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	—	20,3	2,8	21,3	29,4	1,1	25,1	—	19,8	2,6	32,9	24,3	0,7	19,7
Austria.....	—	39,1	18,6	4,0	24,5	—	13,8	—	26,4	9,4	10,4	46,9	—	6,9
Portugal.....	—	24,0	0,3	8,2	16,9	1,0	49,7	—	19,4	5,6	9,6	30,8	0,9	33,8
Finlandia.....	—	9,2	9,9	16,6	29,4	1,6	33,3	—	5,4	4,9	32,4	41,0	0,7	15,6
Suecia.....	—	9,0	10,0	28,6	36,1	—	16,2	—	6,9	5,0	25,2	44,0	—	19,0
Reino Unido.....	—	29,2	5,2	13,4	34,3	1,6	16,2	—	23,9	3,9	11,6	50,8	0,8	9,0

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

**GRÁFICO 1**  
**CONVERGENCIA VS. DIVERGENCIA EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA**  
 Desviación típica de la ratio instrumento financiero/PIB



Fuente: Eurostat y elaboración propia.

Desde un punto de vista macroeconómico, la integración financiera estimula la acumulación de capital al reducirse el coste del proceso de intermediación como consecuencia de las ganancias de eficiencia en dicho proceso, lo que, a la larga, permite alcanzar mayores tasas de crecimiento de la producción y del empleo.

Los estudios realizados por el Ivie (2003), por la London Economics (Comisión Europea, 2002b) y por Giannetti *et al.* (2002) para la Comisión Europea llegan a los siguientes resultados en relación con los beneficios económicos esperables de la integración financiera:

a) Un mercado financiero único (y como resultado una reducción del coste de la financiación) produciría un crecimiento del 1,1 por 100 en el PIB real (130 billones de euros de 2002) de la UE en la próxima década, lo que supone un crecimiento de 350 euros (reales de 2002) per cápita (London Economics).

b) La integración financiera en los mercados europeos supondría un crecimiento del 0,5 por 100 del empleo en la UE, con un aumento de la inversión del 6 por 100 y del consumo privado del 0,8 por 100 (London Economics).

c) El impacto de conseguir un nivel de integración financiera similar al de Estados Unidos, en términos de crecimiento del valor añadido de la industria manufacturera de la UE, se estima entre un 0,75 y 0,94 puntos porcentuales al año (Giannetti *et al.*, 2002).

d) Una infraestructura única en los sistemas de compensación y liquidación reduciría los costes entre un 42 y un 52 por 100 (Ivie).

e) Una avance en la integración de los mercados al por menor

produciría una ganancia potencial en términos de reducción de tipos de interés del 0,7 por 100 del PIB de la UE (Ivie).

f) Hasta 2003, las transferencias bancarias *cross-border* han sido mucho más costosas que las domésticas. Una reducción del coste de las transacciones *cross-border* hasta converger al nivel del país más eficiente (con menor coste) supondría un ahorro de costes del 41 por 100 (Ivie).

g) La actividad de fusiones y adquisiciones en Europa está dominada por las de tipo doméstico. Las fusiones *cross-border* reducirían los costes operativos de las empresas involucradas entre un 1,2 y un 1,3 por 100 (Ivie).

h) Se ha producido un deterioro de los niveles de eficiencia de las empresas bancarias europeas. La eliminación de las ineficiencias existentes representaría entre un 1,4 y un 1,6 por 100 del PIB de la UE (Ivie).

#### IV. INTEGRACIÓN Y COMPETENCIA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los indicadores del nivel de integración de los mercados financieros están basados tanto en precios como en cantidades. En el primer caso, se utiliza información principalmente de precios (tipos de interés y comisiones de distintos productos financieros), mientras que en el caso de indicadores basados en cantidades se usan medidas como la penetración de los intermediarios extranjeros en los mercados nacionales, la actividad transfronteriza (*cross-border*), etcétera. Adicionalmente, la literatura también utiliza medidas indirectas de integración financiera basadas en los efectos de la integración sobre la composición de carteras de acti-

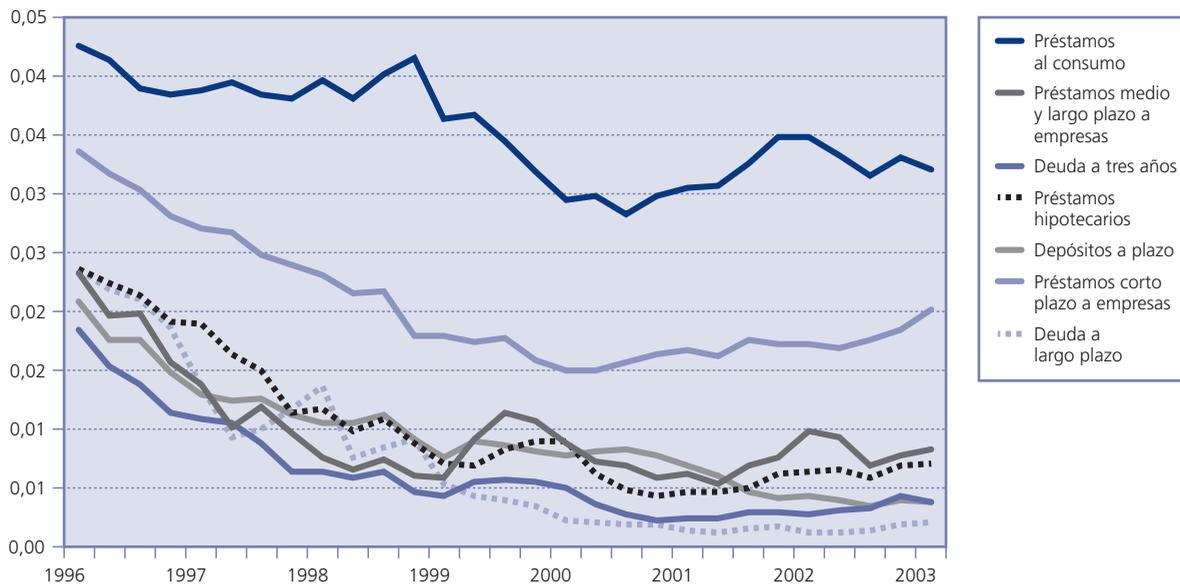
vos (distinguiendo los nacionales o internos de los extranjeros), sobre las decisiones de las empresas (como fusiones con compañías nacionales o extranjeras), etcétera.

Considerando los indicadores de precios, los mercados financieros están integrados cuando se cumple la llamada «ley de un solo precio» (*one price law*): los activos financieros con idénticas características (en términos de calidad/riesgo y flujo de ingresos) deben proporcionar la misma rentabilidad con independencia del domicilio del emisor y del inversor. Así pues, cualquier medida o indicador de integración financiera debe referirse a activos específicos y, por tanto, a mercados específicos, y valorar si sus precios son diferentes o no entre países.

A este respecto, conviene distinguir dos tipos de mercados: mercados al por mayor (mercado interbancario, de deuda pública y de acciones), que se caracterizan por que las dos partes de transacción son intermediarios financieros o grandes empresas, y mercados al por menor, donde una de las dos partes de la transacción es una economía doméstica o una pequeña empresa (mercados de productos bancarios al por menor, seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etcétera).

Un primer indicador de la evolución de la integración de los mercados financieros mediante la evolución de los precios se basa en la medición de la desigualdad de éstos entre países. El grado de integración financiera aumenta si la desviación típica de la variable analizada (por ejemplo, tipo de interés) se reduce en el tiempo. Se dice que existe  $\sigma$ -convergencia si la desigualdad, medida a partir de un estadístico de dispersión como la desviación típica, se reduce. Si la desviación tí-

GRÁFICO 2  
**CONVERGENCIA EN TIPOS DE INTERÉS**  
 Desviación típica



Fuente: Banco Central Europeo.

pica convergiera a cero, diríamos que se ha conseguido la plena integración financiera, al cumplirse la ley de un solo precio.

El gráfico 2 muestra la evolución de la desviación típica para siete tipos de interés, cinco de ellos referidos a mercados al por menor (mercados bancarios) y dos referidos a mercados al por mayor (de deuda pública). En función de la información estadística que proporciona el Banco Central Europeo, en los mercados bancarios al por menor se utilizan los tipos de interés de préstamos al consumo, préstamos hipotecarios, préstamos a corto plazo a las empresas, préstamos a medio y largo plazo a las empresas, y depósitos a plazo. Para los mercados de deuda se utiliza la rentabilidad de la deuda pública a largo y a medio plazo (tres años).

La visión del gráfico muestra tres hechos importantes:

a) En primer lugar, se han reducido en general las desigualdades (se ha convergido) de tipos de interés entre países, por lo que se puede afirmar que ha avanzado el proceso de integración financiera en la Unión Europea.

b) En segundo lugar, las desigualdades son superiores en los mercados al por menor, resultando menor el grado de integración financiera en estos mercados que en los mercados al por mayor.

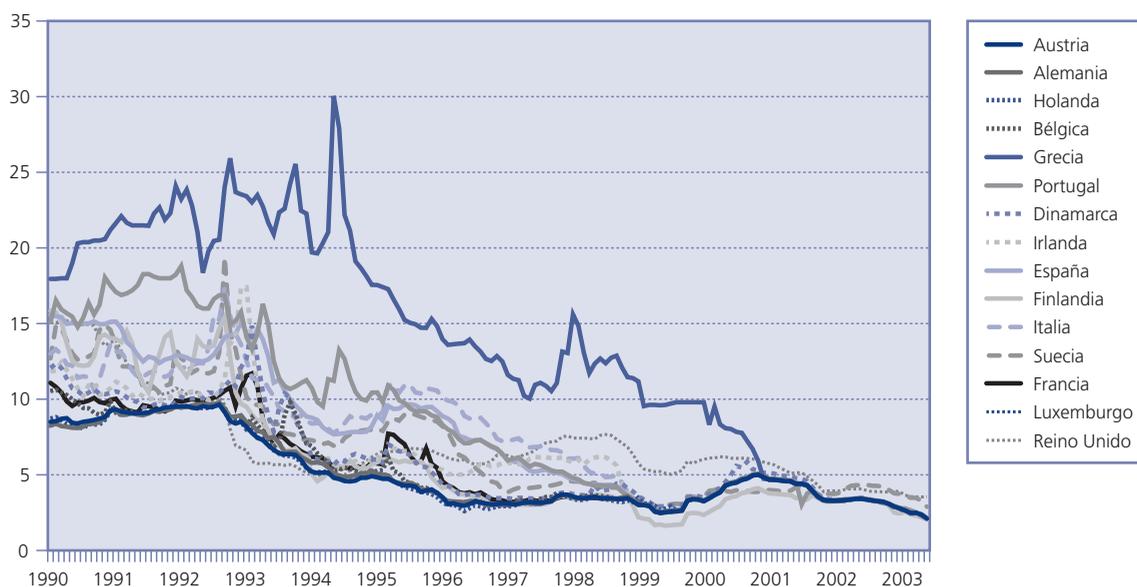
c) Y en tercer lugar, dentro de los mercados bancarios se aprecian al final del período distintos grados de igualación de los tipos de interés. En concreto, mayor convergencia en los productos con limitado margen para la diferenciación de las características de las operaciones (como los depósitos a plazo o los préstamos hipotecarios) y mayor desigualdad en las operaciones en las que cabe más

diferenciación de productos (como en los préstamos al consumo o a las empresas).

Mención especial merece el mercado bancario al por mayor por excelencia: el mercado interbancario. En el gráfico 3 se aprecia claramente un proceso de convergencia casi plena en el tipo de interés de este mercado. Desde la introducción del euro en 1999, los países con tipos de interés más elevados han convergido muy rápidamente a niveles más reducidos. Se constata, por tanto, la plena integración actual del mercado interbancario europeo.

Desde el punto de vista del consumidor, un aspecto muy importante de la integración de los mercados financieros son los costes asociados con los pagos transfronterizos, pues suponen un obstáculo al movimiento de bienes y servicios. Utilizando datos obte-

GRÁFICO 3  
TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIO



Fuente: Banco de España.

nidos de informes realizados por la Comisión Europea, el cuadro número 6 muestra la evolución del coste de realizar una transferencia de 100 euros entre países dentro de la Unión Europea desde 1993 a 2001: después de ocho años, el porcentaje que representa el coste respecto al valor transferido, lejos de reducirse, ha aumentado. También se observa la existencia de abultadas diferencias entre países: en 2001, Grecia aplica un coste que es cinco veces superior al de Luxemburgo. Obsérvese también que la desviación típica entre los países de la Unión Europea ha crecido (de 5,84 en 1993 a 9,43 en 2001), por lo que se ha producido un proceso de divergencia. Finalmente, aunque no existe información sobre los costes dentro de cada país, la opinión de los expertos en el tema es que los costes de las transferencias transfronterizas son muy superiores a los de las transferencias nacionales, siendo éste el

CUADRO N.º 6

**COSTE DE TRANSFERENCIAS BANCARIAS: TRANSFERENCIAS ENTRE PAÍSES (CROSS-BORDER)**  
Coste de transferir 100 ecu-euros

	1993	1994	1999	2001	2001
Bélgica .....	23,93	23,06	13,37	11,87	12,84
Dinamarca.....	18,89	21,09	n.d.	n.d.	21,23
Alemania.....	19,57	26,16	13,78	11,93	14,73
Grecia .....	27,23	32,78	n.d.	n.d.	47,33
España .....	21,10	22,04	20,50	20,56	24,65
Francia.....	34,79	33,01	16,88	18,06	25,41
Irlanda.....	23,04	27,13	25,98	25,04	36,08
Italia .....	19,79	20,88	18,28	19,74	28,61
Luxemburgo.....	16,84	15,75	8,91	9,58	9,79
Holanda .....	17,69	18,84	10,00	11,45	12,11
Austria .....	n.d.	n.d.	10,61	17,40	22,27
Portugal .....	34,37	26,75	29,68	31,04	28,08
Finlandia.....	n.d.	n.d.	20,11	14,36	21,26
Suecia .....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	27,20
Reino Unido .....	27,45	32,99	n.d.	n.d.	28,47
Eurozona.....	23,46	23,74	17,10	17,37	21,44
Unión Europea .....	23,72	25,04	17,10	17,37	24,00
Desviación típica:					
Eurozona .....	6,32	4,85	6,35	6,23	7,85
Unión Europea.....	5,84	5,52	6,35	6,23	9,43

Fuente: Comisión Europea.

motivo de la aprobación, en diciembre de 2001, de la Regulación del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo sobre un mercado único de pagos, por el que, a partir del 1 de Julio de 2003, las comisiones aplicadas en las transacciones electrónicas transfronterizas de menos de 12.500 euros deben ser similares a las aplicadas en transacciones nacionales.

Otro grupo de indicadores de integración financiera se basa en la utilización de información sobre cantidades. En concreto, es de esperar que cuanto mayor sea el

porcentaje que las operaciones transfronterizas, o *cross-border*, representen sobre el total, menores serán las barreras u obstáculos en los mercados financieros y, en consecuencia, mayor será el grado de integración financiera.

En el caso del mercado interbancario, se pueden utilizar los datos contenidos en el balance de las instituciones financieras monetarias (IFM) para analizar el grado de integración financiera. En concreto, es de esperar que cuanto mayor sea el grado de integración financiera mayor será el por-

centaje de los activos y pasivos interbancarios colocados o captados en otros países europeos en relación con el total. Los datos del cuadro n.º 7 muestran un lento crecimiento en la importancia de los activos interbancarios colocados en otros países del área del euro, aumentando el porcentaje del 15,3 por 100 en 1997 a 18,6 por 100 en 2002. Además, si bien la actividad *cross-border* con países no pertenecientes al área del euro es superior a la correspondiente al área del euro (en 2002, 18,6 por 100 en el área euro y 22 por 100 con el resto de países),

CUADRO N.º 7

**ACTIVIDAD DOMÉSTICA VS. CROSS-BORDER DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS (IFM) EN LA EUROZONA**  
 Billones de euros

	Dic. 1997	Dic. 1998	Dic. 1999	Dic. 2000	Dic. 2001	Mar. 2002
Total activos interbancarios .....	4.649,0	4.979,0	5.369,0	5.719,0	6.274,0	6.308,0
Préstamos a las IFM .....	3.859,0	4.079,0	4.298,0	4.478,0	4.880,0	4.835,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	60,1	61,4	62,5	61,2	59,3	59,2
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) .	15,3	16,7	17,7	17,9	18,3	18,6
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	24,6	21,9	19,8	20,9	22,4	22,2
Otros activos con IFM .....	790,0	900,0	1.071,0	1.241,0	1.395,0	1.474,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	80,5	77,6	71,4	67,4	63,8	62,5
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) .	12,7	14,5	18,2	19,2	19,5	20,2
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	6,8	7,9	10,4	13,4	16,7	17,3
Préstamos al sector no financiero .....	5.905,0	6.349,0	6.867,0	7.491,0	7.952,0	8.046,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	91,6	91,6	90,4	89,9	88,9	88,7
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) ....	2,2	2,6	3,0	3,2	3,4	3,6
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	6,2	5,8	6,6	6,9	7,7	7,7
Renta fija emitida por el sector no bancario.....	1.380,0	1.522,0	1.592,0	1.550,0	1.686,0	1.745,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	72,5	68,0	62,1	57,0	53,0	52,6
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) ....	15,6	18,9	23,7	25,7	29,3	30,5
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	11,9	13,1	14,2	17,3	17,7	16,9
Acciones .....	380,0	588,0	753,0	903,0	972,0	984,0
Otros activos .....	1.069,0	953,0	1.120,0	1.234,0	1.332,0	1.231,0
Total activos .....	13.383,0	14.390,0	15.700,0	16.898,0	18.217,0	18.314,0
Total pasivos interbancarios .....	4.057,0	4.468,0	4.909,0	5.232,0	5.521,0	5.534,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	59,5	58,3	57,3	55,0	52,9	52,6
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) ....	14,6	15,9	16,1	15,5	16,4	16,4
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	25,9	25,8	26,6	29,5	30,7	31,0
Total depósitos no bancarios .....	5.104,0	5.444,0	5.740,0	6.090,0	6.576,0	6.586,0
Negocio doméstico (porcentaje) .....	88,0	87,8	86,2	85,1	84,3	83,7
Negocio con otros países de la eurozona (porcentaje) ....	5,4	5,5	5,3	5,2	5,0	5,2
Negocio con el resto del mundo (porcentaje) .....	6,6	6,7	8,5	9,7	10,7	11,1
Renta fija .....	2.064,0	2.262,0	2.604,0	2.826,0	3.030,0	3.117,0
Capital y reservas .....	688,0	765,0	867,0	960,0	1.043,0	1.054,0
Otros pasivos .....	1.470,0	1.450,0	1.579,0	1.790,0	2.047,0	2.022,0
Total pasivos .....	13.383,0	14.390,0	15.700,0	16.898,0	18.217,0	18.314,0

Fuente: Banco Central Europeo (BCE): *Banking integration in the Euro area*; Inês Cabral, Frank Dierick and Jukka Vesala, *Occasional Paper Series*, n.º 6, diciembre 2002.

las diferencias se han reducido en los últimos años. No obstante, hay que tener en cuenta que los datos hacen referencia a medias de bancos con distintos tamaños. Si las medias se construyeran con información correspondientes a grandes bancos, los porcentajes correspondientes a los activos y pasivos interbancarios domésticos serían muy inferiores, aumentando la importancia de la actividad transfronteriza.

En los mercados bancarios al por menor (préstamos al sector privado y depósitos, principalmente), los porcentajes que aparecen en el cuadro n.º 8 muestran que la actividad *cross-border* en la actividad bancaria al por menor es muy reducida, con porcentajes muy inferiores a los correspondientes a la actividad interbancaria. Por ejemplo, con datos referidos a marzo de 2002, se observa que la relación de los bancos con el sector privado es mayoritariamente de carácter interno o nacional, con un porcentaje del 88,7 por 100 en préstamos y un 83,7 por 100 en depósitos. No obstante, la importancia de la actividad *cross-border* con otros países del área del euro ha aumentado ligeramente en el mercado de préstamos (en concreto, el porcentaje ha aumentado de un 2,2 por 100 en 1997 a un 3,6 por 100 en marzo del 2002), si bien el porcentaje se ha mantenido (aunque a un nivel más elevado, en torno al 5,2 por 100) en el mercado de los depósitos (3).

Otro indicador de integración financiera basado en cantidades es el grado de penetración de instituciones extranjeras en los mercados internos. En el caso concreto del sector bancario, la información que aparece en el cuadro n.º 8 muestra la actividad transfronteriza en términos de oficinas bancarias en 1997 y 2000.

CUADRO N.º 8

ACTIVIDAD *CROSS-BORDER* EN TÉRMINOS DE OFICINAS BANCARIAS

	ACTIVOS DE LAS OFICINAS ABIERTAS FUERA DEL PAÍS COMO PORCENTAJE DEL TOTAL ACTIVO INTERNO		ACTIVOS DE LAS OFICINAS DEL RESTO DE LA UE COMO PORCENTAJE DEL TOTAL ACTIVO DE CADA PAÍS	
	1997	2000	1997	2000
Bélgica.....	0,6	5,0	8,5	5,7
Dinamarca.....	—	—	—	—
Alemania.....	0,2	15,1	1,0	1,3
Grecia.....	0,2	9,9	9,0	6,4
España.....	1,9	4,3	4,7	3,4
Francia.....	2,6	7,4	2,6	3,3
Irlanda.....	0,9	9,0	—	—
Italia.....	1,0	5,6	3,4	3,5
Luxemburgo.....	0,1	0,0	17,9	16,6
Holanda.....	2,9	16,6	2,1	2,7
Austria.....	0,2	3,5	0,7	0,8
Portugal.....	0,9	3,0	4,0	4,2
Finlandia.....	0,4	0,0	0,0	7,3
Suecia.....	—	—	—	—
Reino Unido.....	—	—	—	—
Eurozona.....	1,0	6,6	4,9	5,7

Fuente: Banco Central Europeo (BCE): *Banking integration in the Euro area*; Inês Cabral, Frank Dierick and Jukka Vesala, *Occasional Paper Series*, n.º 6, diciembre 2002.

Para la media de los países de la Eurozona, los activos de las oficinas abiertas en dicha área han pasado de representar el 1 por 100 del activo doméstico en 1997 al 6,6 por 100 en 2000. En el caso de las oficinas que el resto de países de la Eurozona tienen abiertas en cada país, el porcentaje del activo gestionado ha aumentado del 4,9 por 100 en 1997 al 5,7 por 100 en 2000. Por tanto, lo que estas cifras muestran es un avance en la penetración de la banca extranjera y, por tanto, un crecimiento en el grado de integración financiera, pero el camino recorrido es todavía escaso.

En el caso del sector seguros, el gráfico 4 recoge la evolución de la cuota de mercado de las compañías controladas por empresas extranjeras, entendiendo como tales aquellas en las que al menos un 50 por 100 de su capital está en manos de empresas extranjeras. En el caso de las com-

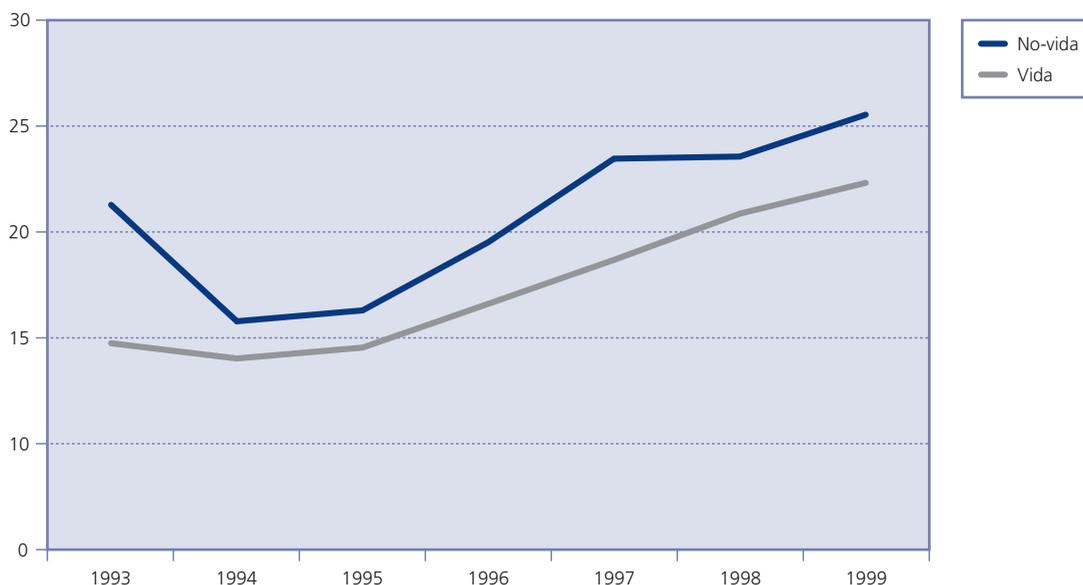
pañías de seguros de vida, la cuota de mercado ha aumentado del 11,7 por 100 en 1993 al 20,8 por 100 en 1999. En el segmento de no vida, la cuota de mercado de las compañías controladas por empresas extranjeras ha aumentado del 19,6 al 24,7 por 100 en el mismo período de tiempo. Por tanto, se aprecia un aumento del grado de integración en los mercados de seguros, pero las cuotas de mercado de las empresas extranjeras son reducidas, especialmente en el segmento de seguros de vida (4).

Una creciente integración de los mercados financieros debería verse reflejada en una mayor presencia de activos extranjeros en la composición de las carteras. En el caso concreto del sector bancario, la composición del balance permite analizar la evolución de la importancia del sector exterior (tanto en el pasivo como en el activo) a partir de los datos que

GRÁFICO 4

**CUOTAS DE MERCADO DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS EXTRANJERAS**

Cuota de mercado (en términos de primas brutas) de las compañías controladas por empresas extranjeras en el total del negocio doméstico



Nota: Las cifras son medias ponderadas de Austria, Dinamarca, Alemania, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, España y Reino Unido.  
Fuente: Beckmann, Eppendorfer y Neimke (2002), basado en OCDE, *Insurance Statistics Yearbook*.

proporciona la OCDE. Como muestra el gráfico 5, para la media de la UE (5), el porcentaje de los activos exteriores ha aumentado del 18,3 por 100 en 1995 al 26,7 por 100 en 2001, mientras que el porcentaje que los pasivos extranjeros representan en el total del pasivo ha aumentado del 17,7 al 26,5 por 100. Si bien los porcentajes han aumentado en la práctica totalidad de los países, existen importantes diferencias, siendo la presencia de activos extranjeros elevada (por encima del 45 por 100) en Bélgica e Irlanda, y situándose en el extremo opuesto Italia (6).

En el mercado de los fondos de inversión, el cuadro n.º 9 muestra, para los países del área del euro, la composición de la cartera de los fondos que invierten en acciones, distinguiendo entre acciones de

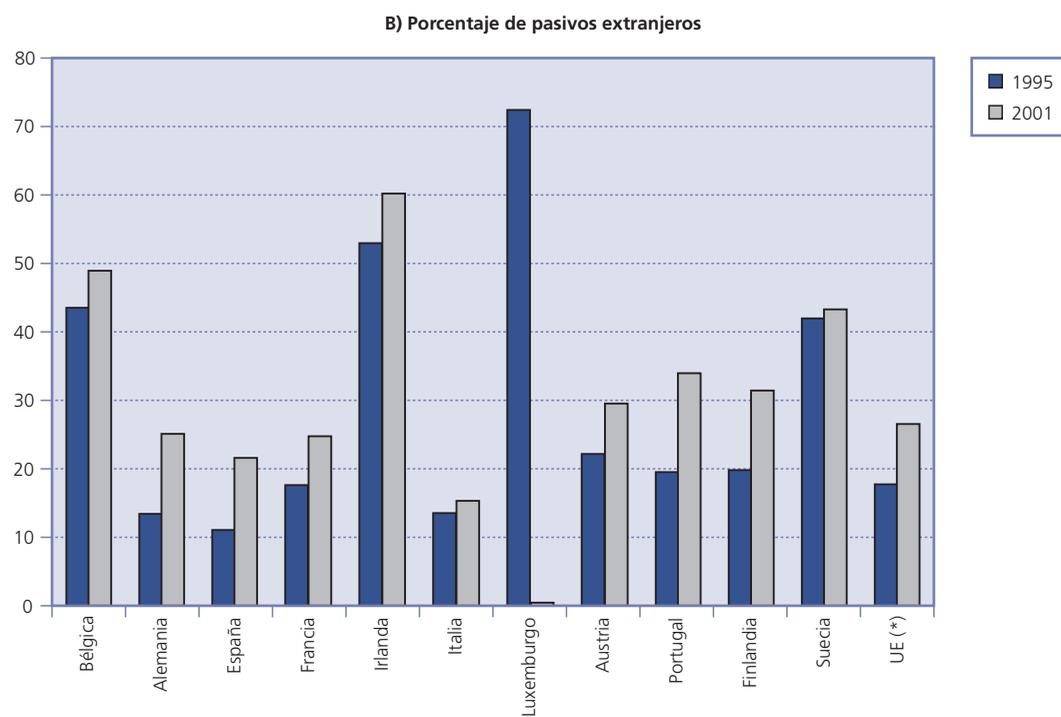
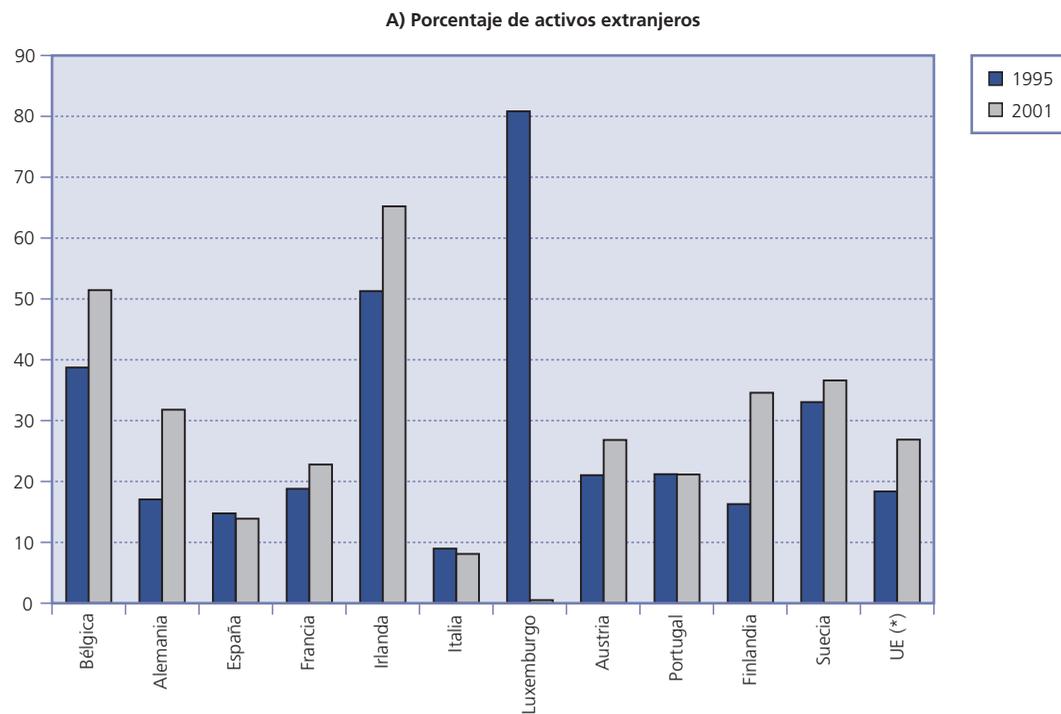
CUADRO N.º 9

**DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN**  
Porcentajes sobre el total de fondos

	DICIEMBRE 1997			MARZO 2002		
	Nacionales	UE	No- UE	Nacionales	UE	No- UE
Bélgica.....	41,0	32,0	27,0	10,0	47,0	73,0
Dinamarca.....	—	—	—	—	—	—
Alemania.....	50,0	17,0	33,0	23,0	27,0	50,0
Grecia.....	—	—	—	91,0	Na	Na
España.....	77,0	Na	23,0	31,0	20,0	48,0
Francia.....	59,0	Na	41,0	50,0	16,0	34,0
Irlanda.....	—	—	—	—	—	—
Italia.....	49,0	15,0	36,0	16,0	34,0	51,0
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	22,0	Na	78,0	14,0	17,0	68,0
Austria.....	6,0	75,0	20,0	2,0	34,0	64,0
Portugal.....	80,0	Na	20,0	18,0	41,0	41,0
Finlandia.....	44,0	36,0	20,0	18,0	41,0	41,0
Suecia.....	—	—	—	—	—	—
Reino Unido.....	—	—	—	—	—	—
Eurozona.....	49,0	10,0	41,0	28,0	26,0	46,0

Fuente: Banco Central Europeo (BCE): *Banking integration in the Euro area*; Inês Cabral, Frank Dierick and Jukka Vesala, *Occasional Paper Series*, n.º 6, diciembre 2002.

GRÁFICO 5  
ACTIVIDAD EXTRANJERA EN EL BALANCE DE LA BANCA



(\*) La media de la UE no incluye Dinamarca, Grecia, Luxemburgo, Holanda y RU.  
Fuente: *Bank Profitability* (OCDE).

empresas nacionales, de empresas europeas y de empresas no europeas. Para la media de los países del euro, de 1997 a 2002 el porcentaje de la inversión interna ha caído en más de 20 puntos porcentuales (del 49 por 100 en 1997 al 28 por 100 en 2002), habiendo aumentado 16 puntos el porcentaje correspondiente a acciones de empresas europeas. En consecuencia, el grado de diversificación geográfica de la cartera de los fondos de inversión ha aumentado en Europa notablemente en los últimos años, orientándose más rápidamente hacia el interior de la Unión Europea.

Conforme los mercados de capitales están más integrados, las empresas son capaces de llevar a cabo procesos de fusión y adquisición fuera de sus fronteras nacionales más fácilmente, por lo que es de esperar que a medida que avance el proceso de integración

se intensifiquen las fusiones transfronterizas respecto a las nacionales. Por tanto, es de utilidad considerar también la información sobre estas decisiones de las empresas como indicador de integración.

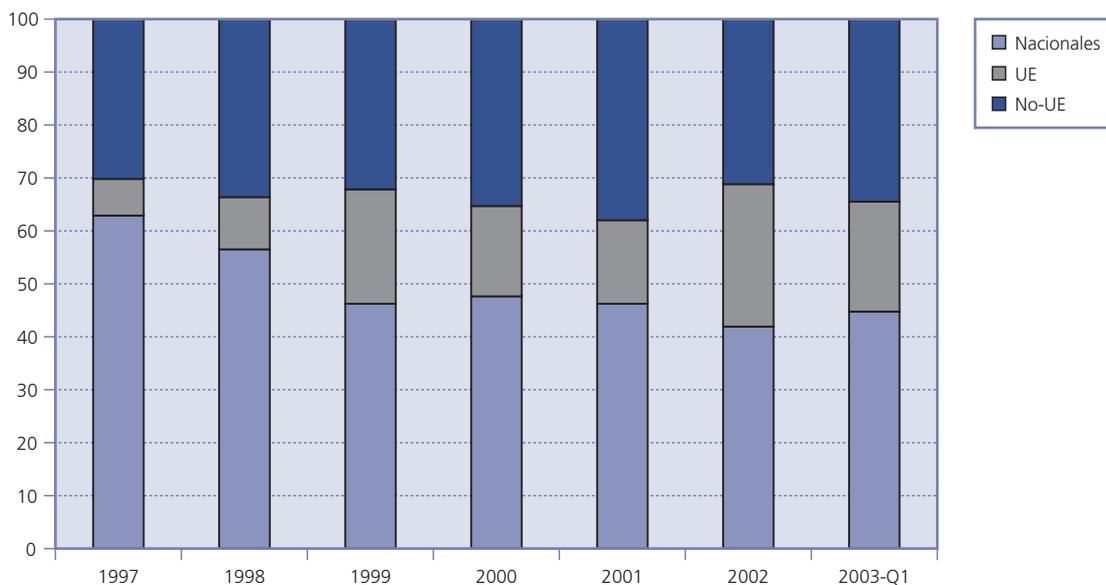
En el caso de las instituciones de crédito, el gráfico 6 muestra que un porcentaje muy importante de las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo se producen entre empresas de un mismo país (fusiones internas). No obstante, se constata una importancia creciente de las fusiones *cross-border*, sobre todo entre entidades de crédito del área del euro (21 por 100 del total en 2003 frente a 6,9 por 100 en 1997). Por tanto, se aprecia un creciente grado de integración financiera y una pérdida de importancia relativa de las fusiones internas.

En el ámbito de la competencia, pueden utilizarse distintos in-

dicadores para analizar los cambios observados en los últimos años. A continuación se utilizan indicadores de la evolución de la concentración de los mercados y de poder de mercado de las empresas, basados en márgenes relativos.

Para evaluar la concentración, el cuadro n.º 10 muestra la evolución de la cuota de mercado de los cinco bancos más grandes de cada país. Los datos muestran que de 1990 a 2002 la concentración del mercado ha aumentado del 48 al 54 por 100 en la Unión Europea. Detrás de esa evolución se encuentra una reducción del número de empresas bancarias como consecuencia, sobre todo, de las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en la segunda mitad de los noventa. En concreto, de 1990 a 2002 el número de instituciones de crédito se ha reducido en 4.826 en la Unión Europea.

GRÁFICO 6  
FUSIONES Y ADQUISICIONES ENTRE ENTIDADES DE CRÉDITO  
(Porcentajes sobre el total)



Fuente: Banco Central Europeo.

CUADRO N.º 10

**CONCENTRACIÓN (CR5) DE LA BANCA EN LA UNIÓN EUROPEA**  
Cuota de mercado (porcentaje) de los cinco bancos más grandes

	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bélgica.....	48	54	54	63	76	75	78	82
Dinamarca.....	76	74	70	71	71	60	68	68
Alemania.....	14	17	17	19	19	20	20	20
Grecia.....	83	76	56	63	67	65	66	67
España.....	35	46	45	45	52	54	53	53
Francia.....	42	41	40	41	43	47	47	45
Irlanda.....	44	44	41	40	41	41	43	46
Italia.....	19	26	31	26	26	23	29	31
Luxemburgo.....	—	21	23	25	26	26	28	30
Holanda.....	73	76	79	82	82	81	82	83
Austria.....	35	39	48	42	41	43	45	46
Portugal.....	58	74	46	45	44	59	60	60
Finlandia.....	53	69	88	86	86	87	80	79
Suecia.....	—	—	59	60	60	62	61	63
Reino Unido.....	—	27	24	25	28	28	29	30
Unión Europea (*).....	48	49	48	49	51	51	53	54

(\*) Media no ponderada.  
Fuente: Banco Central Europeo.

En el caso del sector seguros (cuadro n.º 11), la información disponible para el período 1992-2001 también muestra un aumento en la concentración del

sector, mucho más acusada en el negocio de «no vida», que hay que imputar sobre todo a las fusiones producidas. En el caso español, destaca el reducido nivel

CUADRO N.º 11

**CONCENTRACIÓN EN EL SECTOR SEGUROS**  
Cuota de mercado en términos de primas brutas de las cinco empresas más grandes

	SECTOR NO VIDA		SECTOR VIDA	
	1992	2001	1992	2001
Bélgica.....	34,9	57,5	54,6	74,2
Dinamarca.....	60,3	70,2	77,0	58,3
Alemania.....	23,5	27,7	31,5	30,9
Grecia.....	39,3	46,9	77,0	58,3
España.....	13,8	36,8	45,6	41,5
Francia.....	40,7	54,3	46,4	52,9
Irlanda.....	47,4	73,3	62,6	64,6
Italia.....	33,8	59,1	53,9	51,8
Luxemburgo.....	—	45,3	—	40,5
Holanda.....	40,4	51,8	57,5	68,2
Austria.....	54,5	54,9	51,1	50,0
Portugal.....	54,7	72,2	49,4	79,1
Finlandia.....	82,7	91,7	98,7	99,7
Suecia.....	89,0	89,0	70,3	71,6
Reino Unido.....	28,6	36,8	29,2	45,1
Unión Europea (*).....	46,0	57,8	57,5	59,1

(\*) Medias no ponderadas.  
Fuente: CEA.

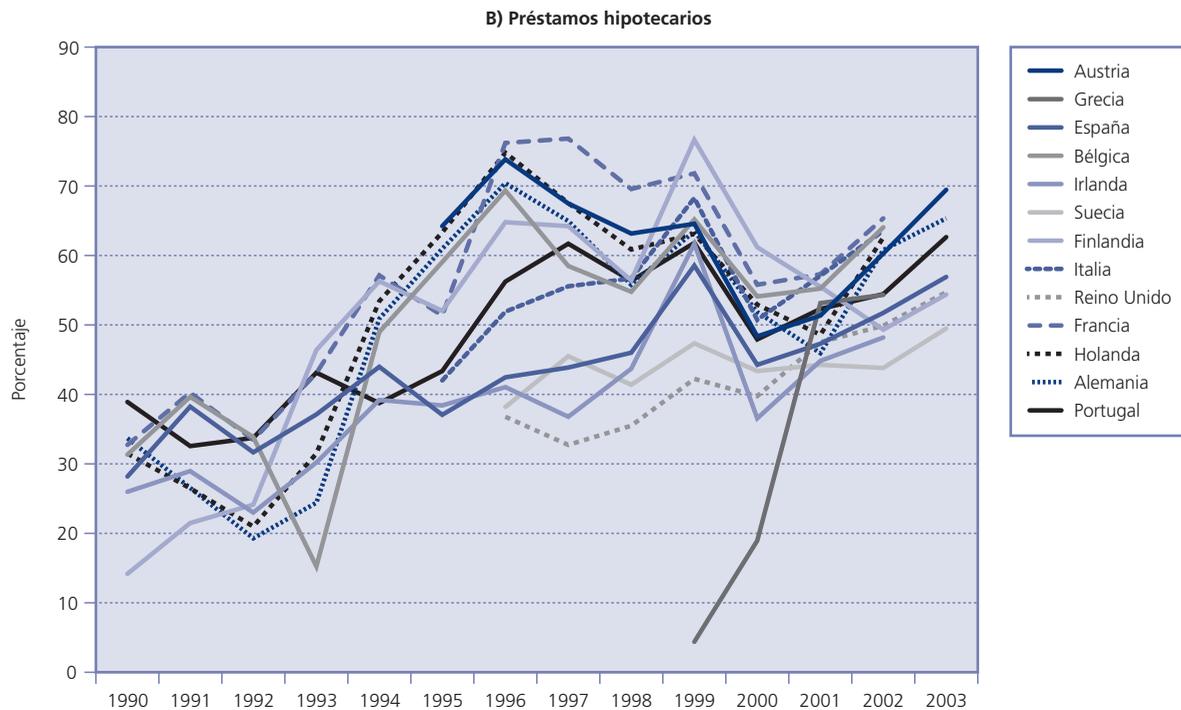
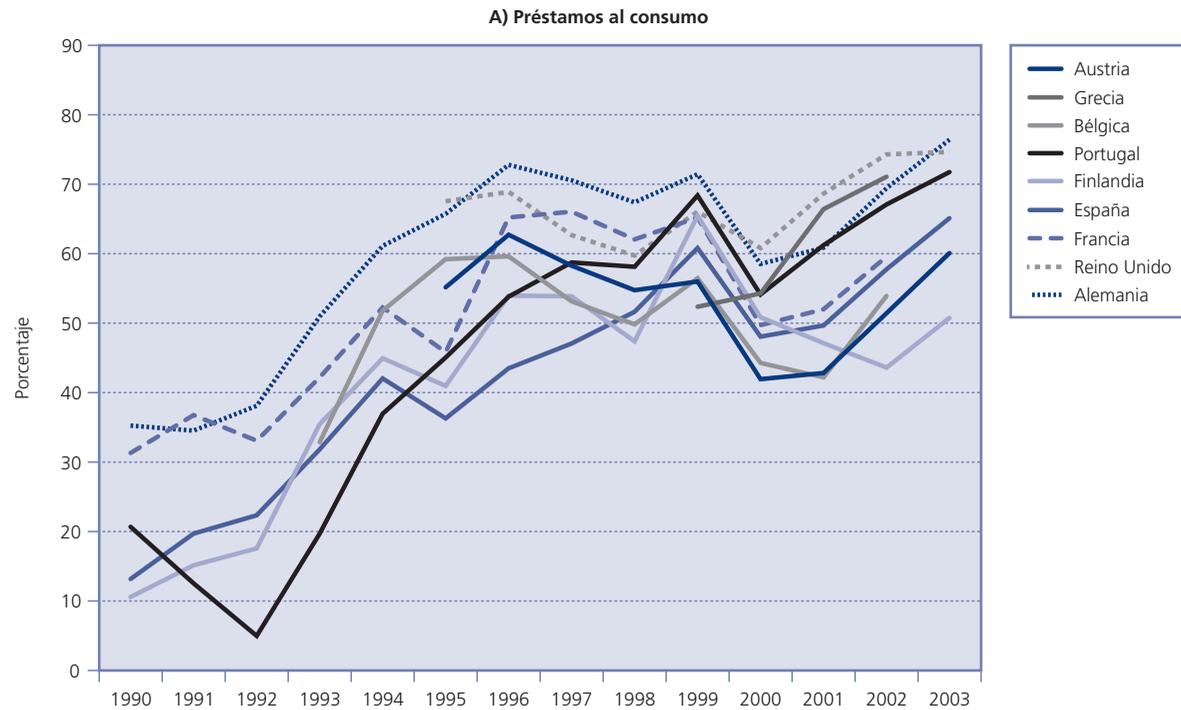
de concentración de los mercados de seguros, sobre todo en el segmento de seguros de «no vida», con una concentración del 37 por 100, frente al 52 por 100 de la media de la Unión Europea.

El segundo indicador de competencia se obtiene a partir de la construcción de márgenes bancarios relativos, obtenidos como cociente entre los márgenes absolutos y el precio o tipo de interés del activo financiero analizado. Es sencillo demostrar, a partir de la solución de un problema de maximización de beneficios de una empresa bancaria, que los bancos maximizan beneficios fijando márgenes relativos de activo y pasivo iguales a la inversa de la elasticidad de la demanda (7).

En el gráfico 7 aparecen los márgenes relativos de tres productos bancarios de activo (préstamos al consumo, préstamos hipotecarios, y préstamos a medio y largo plazo a las empresas) y un producto de pasivo (depósitos), utilizando como referencia el tipo de interés interbancario a tres meses. El indicador se construye como cociente de la diferencia entre el tipo de interés de cada producto y el tipo interbancario (como *proxy* del coste marginal) y el tipo de interés del activo analizado. En términos generales, se aprecia un claro aumento de los niveles de los márgenes relativos, a excepción del mercado de los depósitos a plazo. Por tanto, el estrechamiento de márgenes absolutos que han experimentado los sectores bancarios europeos es compatible con un aumento de los márgenes relativos, que se produce debido a la caída de los tipos de interés.

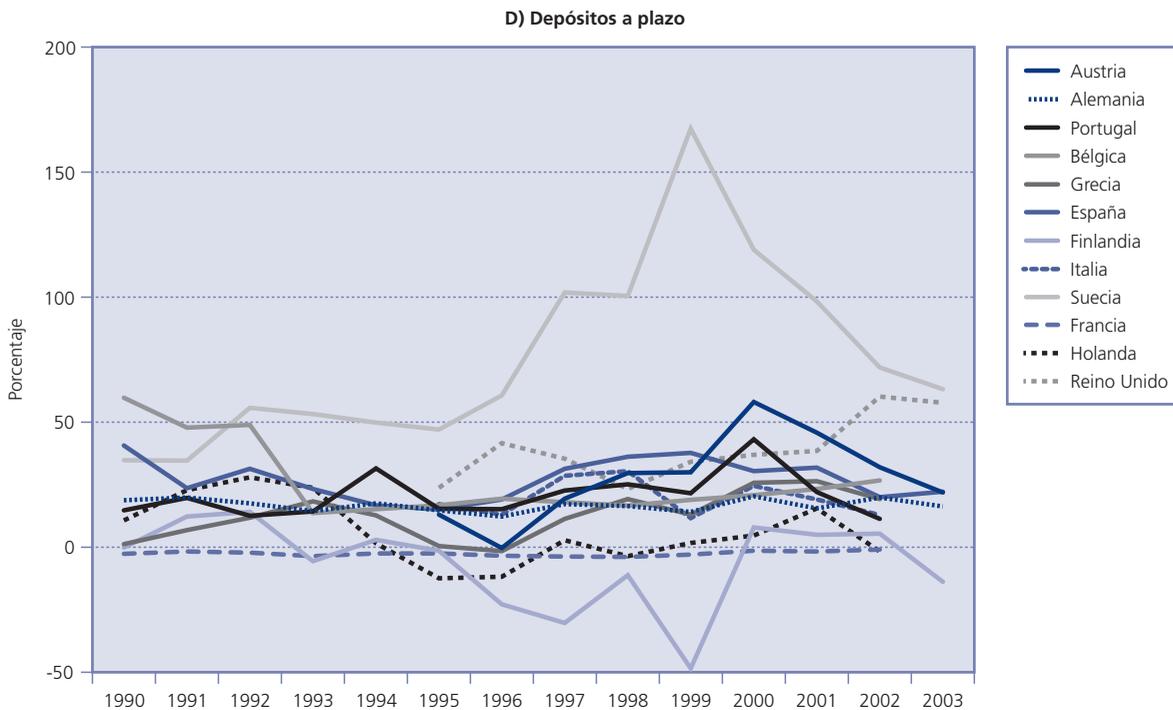
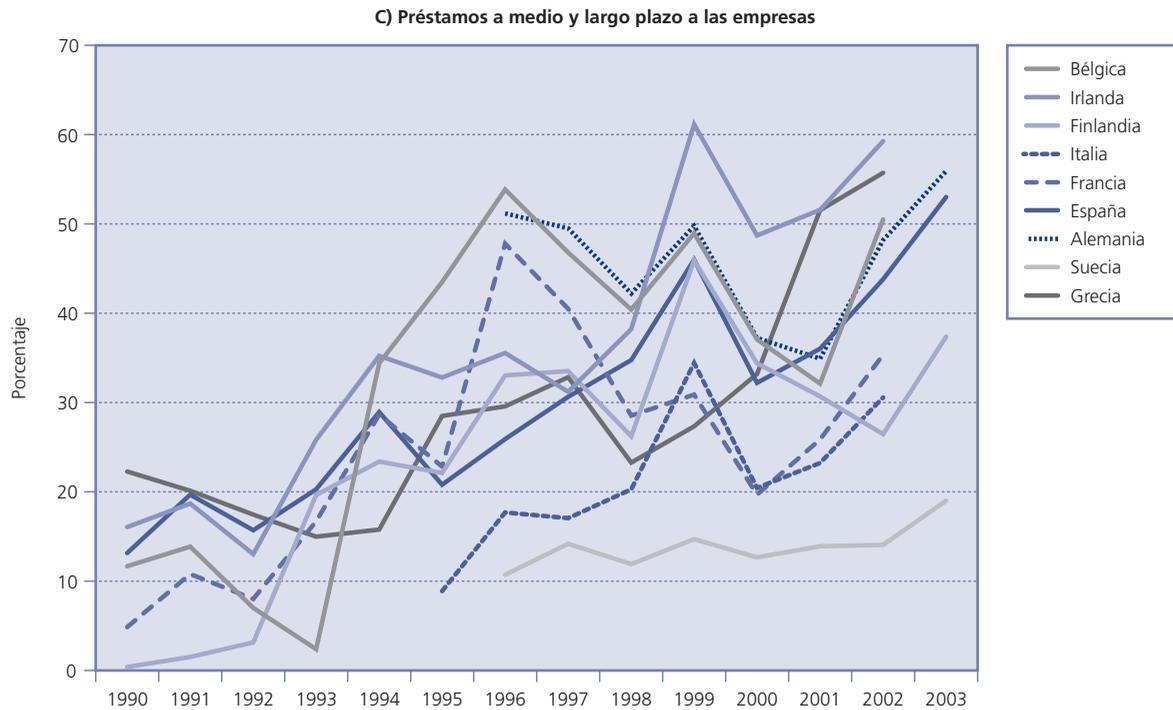
Otro margen relativo que se utiliza frecuentemente como indicador sintético de poder de mercado es el índice de Lerner.

**GRÁFICO 7**  
**MÁRGENES RELATIVOS EN LOS MERCADOS BANCARIOS**



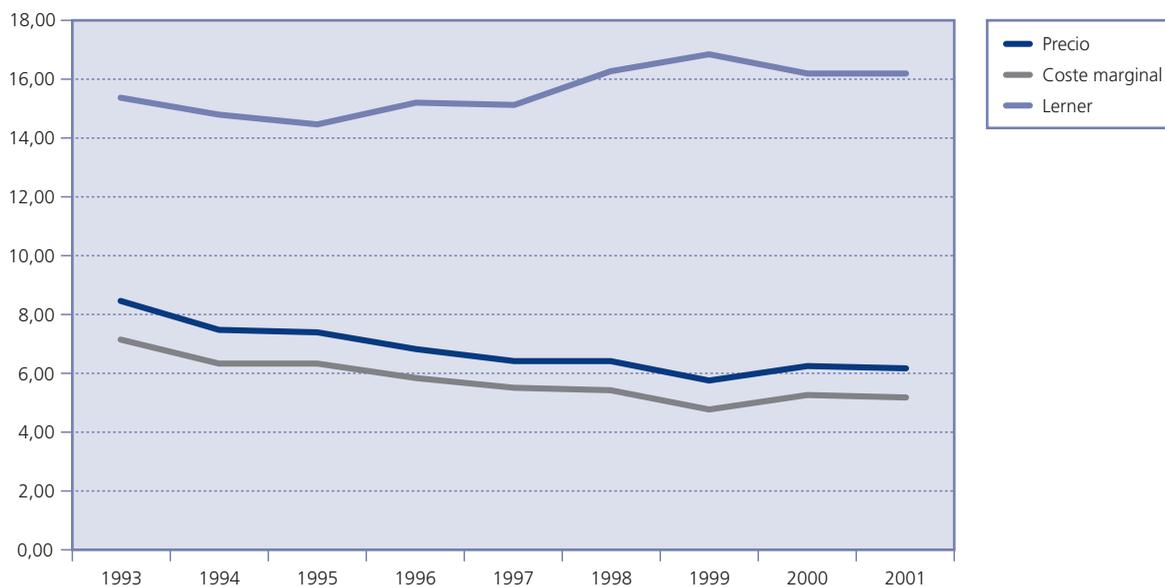
*Nota:* Se utiliza como tipo de referencia el tipo de interés del interbancario a tres meses.  
*Fuente:* Banco Central Europeo.

GRÁFICO 7 (conclusión)  
**MÁRGENES RELATIVOS EN LOS MERCADOS BANCARIOS**



Nota: Se utiliza como tipo de referencia el tipo de interés del interbancario a tres meses.  
 Fuente: Banco Central Europeo.

GRÁFICO 8  
**ÍNDICE DE LERNER DE PODER DE MERCADO EN LA BANCA EUROPEA**



Fuente: BankScope (Bureau Van Dijk) y elaboración propia.

Este índice, construido a partir de la estimación de precios y costes marginales, mide el poder de las empresas para fijar precios por encima de los costes marginales y, en consecuencia, para obtener beneficios de carácter extraordinario. Un mayor valor del índice refleja un mayor poder de mercado, correspondiendo la situación extrema de competencia perfecta a un valor nulo del índice.

El gráfico 8 recoge la evolución del precio medio de los productos bancarios (aproximado como cociente entre los ingresos bancarios y el activo total), de los costes marginales y del índice de Lerner para la media de sectores bancarios europeos de 1993 a 2001. Se aprecia claramente la reducción del precio medio del *output* bancario como consecuencia, principalmente, del proceso de reducción de los tipos de interés, así como una reducción de los

costes marginales a consecuencia de la reducción de los costes financieros y operativos. El margen absoluto precio-coste marginal también se ha reducido en la década de los noventa, pero el margen relativo, o índice de Lerner, no ha disminuido en el período analizado; de hecho, ha aumentado en 10 de los 15 países de la Unión Europea (8).

Dado que, como se ha señalado, los márgenes relativos son equivalentes, en equilibrio, a la inversa de la elasticidad de la demanda, cabe preguntarse por qué esta elasticidad se ha reducido, permitiendo márgenes superiores. Una posible explicación es que la caída en los tipos de interés haya reducido la elasticidad de la demanda, ya que la respuesta de los consumidores ante una misma variación porcentual de los tipos de interés puede ser menor cuando el nivel de los tipos de interés es bajo.

## V. OBSTÁCULOS E IMPULSOS A LA INTEGRACIÓN Y LA COMPETENCIA

La mayor parte de la evidencia aportada en los apartados precedentes indica que la integración ha progresado, pero que lo hace lentamente y dista de haberse conseguido en muchos ámbitos de las actividades financieras.

Las causas del escaso nivel de integración de los mercados al por menor reside en la existencia de obstáculos o barreras de distinto tipo. Como muestra el anteriormente citado informe Heinemann, los problemas detectados tienen su origen en barreras de tipo «natural», como diferencias de idioma, de cultura, de confianza, de costumbres, de preferencias por lo nacional, etc., difícilmente corregibles con medidas de política económica, pero también en barreras inducidas precisamente por la política económica, como las

diferencias en el tratamiento fiscal de los productos financieros, las diferencias institucionales y en el marco regulador, las diferencias en los sistemas de compensación y liquidación, las restricciones a la inversión en activos extranjeros, la existencia de privilegios por parte de los proveedores domésticos de servicios financieros, los obstáculos a los flujos de información entre países, etcétera).

Estos obstáculos se manifiestan en mayor o menor grado en función del producto financiero considerado. Por ejemplo, en el caso del sector seguros, la relación de confianza es esencial, por lo que los obstáculos naturales relacionados con las preferencias del consumidor hacia compañías con reputación y con marca conocida son muy importantes. El hecho de que el grado de apertura externa en el sector de seguros de vida sea inferior a la que se da en otros sectores de seguros (como el del automóvil) se explica precisamente por este hecho: la confianza es más importante en productos con relaciones a largo plazo (como el seguro de vida) que en otros productos (como el seguro del automóvil).

En el sector seguros también son importantes, aunque cada vez menos, gracias a las iniciativas comunitarias, los obstáculos derivados de las discriminaciones fiscales. Por ejemplo, en algún país miembro de la Unión Europea las deducciones fiscales por las primas pagadas en seguros de vida sólo se aplican a contratos suscritos con compañías nacionales.

En el mercado de fondos de inversión también son muy importantes los obstáculos derivados de las actuaciones públicas. Por ejemplo, en algunos países la legislación discrimina en contra de los fondos extranjeros (en Dinamarca,

las ganancias de capital de fondos extranjeros están penalizadas). En otros casos, los requisitos de publicidad y registro en terceros países suponen la existencia de costes fijos en el mercado de los fondos de inversión.

En cuanto a los fondos de pensiones, los cambios demográficos experimentados en algunos países han obligado a las autoridades nacionales a incentivarlos. Sin embargo, desde el punto de vista de la integración financiera, las legislaciones nacionales fragmentan todavía más los mercados, creando obstáculos adicionales a la integración. Adicionalmente, en diversos países comunitarios existen restricciones a la composición de las carteras de los fondos de pensiones, estableciendo en unos casos límites máximos a la inversión en acciones o, en otros, inversiones mínimas en deuda pública (por ejemplo, un 50 por 100 en Francia y un 60 por 100 en Alemania).

Obviamente, los obstáculos inducidos por las actuaciones públicas pueden y deben ser eliminados con iniciativas públicas. Por ello, dada la importancia reconocida a los beneficios asociados a la integración de los mercados financieros, tanto desde un punto de vista macroeconómico como desde el punto de vista del consumidor, desde inicios de los años ochenta se han ido poniendo en práctica distintas medidas encaminadas a la creación del mercado único de los servicios financieros. Del conjunto de medidas adoptadas, destaca en la primera parte el Acta Única Europea de 1986, cuya finalidad fue completar el mercado único a finales de 1992.

La década de los noventa ha supuesto un impulso importante, estableciendo las condiciones regulatorias necesarias para avan-

zar en el proceso de integración financiera. En el caso de los mercados bancarios, la completa eliminación de las restricciones a los movimientos de capital, así como la desregulación de los tipos de interés y la implementación de la segunda directiva bancaria, han sido los pasos más importantes encaminados a la mayor integración y competencia de los mercados. Más recientemente, la creación de la moneda única en 1999 ha sido el elemento catalizador del proceso de integración financiera, eliminándose uno de los obstáculos más importantes para la comercialización transfronteriza de los servicios financieros.

Pero las medidas liberalizadoras implementadas en los noventa han transformado, sobre todo, los mercados de capitales. El nacimiento del euro ha permitido crear un mercado monetario único en la Unión Económica y Monetaria (piénsese, por ejemplo, en la plena integración del mercado interbancario). También se ha producido un avance relevante en la integración de los mercados de bonos, suministrando a las grandes empresas europeas nuevas fuentes de financiación y en mejores condiciones.

En la actualidad, merece destacarse la importancia del llamado Plan de Acción de los Servicios Financieros, que la Comisión Europea aprobó en mayo de 1999. Es un documento estratégico que integra el conjunto de medidas a llevar a cabo con la finalidad de crear las condiciones que permitan desarrollar un mercado financiero único a escala europea y alcanzarlo en el horizonte del 2005. En concreto, el plan está integrado por un total de 47 acciones (9) a implementar a lo largo del período 1999-2005, acciones que persiguen tres objetivos básicos: crear un mercado

mayorista único; crear mercados minoristas abiertos y seguros, y estudiar la situación actual de las normas cautelares y de supervisión con objeto de unificar la regulación de los mercados financieros.

De las 47 medidas del Plan se han implementado hasta el presente 34, que afectan a los mercados al por mayor, a los mercados al por menor y a la regulación.

En relación con el objetivo 1, referido a los mercados al por mayor, el plan de acción contiene un amplio conjunto de medidas que persiguen seis objetivos específicos: 1) incrementar la oferta de recursos (de capital) a escala europea con dos acciones encaminadas a mejorar las directivas existentes sobre folletos informativos de emisiones de títulos; 2) establecer un marco jurídico común para conseguir una mayor integración en los mercados de valores y de derivados; 3) avanzar en la consecución de un modelo único de estados financieros para las empresas con cotización en Bolsa, con medidas como la modernización de las disposiciones contables y la unificación de las prácticas de auditoría con la aprobación de estándares contables internacionales; 4) limitar del riesgo sistémico en los procesos de compensación y liquidación de valores, dado que la existencia de diferentes sistemas en los distintos países de la Unión Europea actúa como barrera a la integración de los mercados; 5) conseguir un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas con acciones sobre aspectos como las ofertas públicas de adquisición, la revisión de las prácticas de gobierno de las empresas dentro de la UE, la creación del Estatuto de la Empresa Europea, etcétera, y 6) avanzar hacia la consecución de un mercado único a

favor de los inversores, con distintas medidas que afectan sobre todo al mercado de los fondos de pensiones.

En los mercados al por menor, el Plan contiene nueve acciones que afectan a aspectos tan importantes como: 1) el *marketing* de los servicios financieros a distancia; 2) los requisitos de información de los préstamos hipotecarios; 3) la creación del mercado único de medios de pago; desde el 1 de julio de 2003, las comisiones de transacciones electrónicas (cajeros automáticos y tarjetas) inferiores a 12.500 euros deben ser iguales para transacciones nacionales e internacionales; 4) la lucha contra el fraude, sobre todo en transacciones internacionales, y 5) el comercio electrónico, asegurando la seguridad y la cooperación entre los supervisores nacionales.

En temas de regulación (objetivo 3 del plan), las acciones del Plan afectan a: 1) los procesos de insolvencia y liquidación de bancos y compañías de seguros, mediante un nuevo marco legal común en la Unión Europea; 2) la utilización del dinero electrónico, mediante la aprobación de una Directiva con reglas que establecen el principio de reconocimiento mutuo en la supervisión prudencial de las instituciones de dinero electrónico; 3) el blanqueo de dinero, como mecanismo para luchar contra el terrorismo internacional; 4) los requerimientos de capital de bancos y empresas de inversión, en el contexto de los nuevos acuerdos de Basilea, y 5) los conglomerados financieros, con la adopción de una Directiva sobre reglas prudenciales de supervisión.

Respecto al objetivo general de establecer mejores condiciones para conseguir un mercado financiero óptimo en Europa, el Plan

de Acción contiene cuatro medidas relacionadas con la fiscalidad de los productos financieros, mediante una armonización entre países (ya que las barreras fiscales desincentivan la actividad transfronteriza, especialmente en los fondos de pensiones) y la eliminación de la competencia fiscal entre países.

## VI. CONCLUSIONES

La evidencia empírica aportada en este trabajo muestra un grado de integración de los mercados financieros mucho menor en los mercados al por menor que en los mercados al por mayor. En concreto, los indicadores utilizados señalan que:

**1.** En la estructura financiera de los países de la UE desempeñan un papel muy importante las instituciones financieras, si bien se observa un desarrollo notable de los instrumentos basados en los mercados. Desde mediados de los noventa, las diferencias de estructuras financieras entre países se han acentuado, produciéndose un proceso de divergencia, sobre todo en la importancia de la financiación/inversión en títulos de renta variable.

**2.** En los mercados bancarios, los mercados al por menor presentan claramente un menor grado de integración. Por ejemplo, los *spreads* de distintos productos bancarios al por menor (préstamos al consumo, préstamos hipotecarios, préstamos a las empresas, etcétera) son muy superiores a los correspondientes a los mercados al por mayor, habiendo incluso aumentando desde la introducción del euro en 1999. La comparación entre los préstamos a las empresas y los préstamos al consumo muestra que estos últimos están mucho más fragmentados. Además,

la convergencia en tipos es superior en los productos en los que existe un menor margen para la diferenciación (como los préstamos hipotecarios o los depósitos a plazo), mientras que las diferencias de tipos entre países son mayores en los productos con mayor posibilidad de diferenciación (como los préstamos personales o los préstamos a las empresas). En el ámbito de los medios de pago, los estudios que viene realizando la Comisión Europea desde 1992 constatan la existencia de costes en operaciones internacionales muy superiores a los que se registran en las nacionales, habiendo incluso aumentado los costes en los últimos años. Hay que recordar que desde el 1 de julio de este año las transacciones internacionales de menos de 12.500 euros deben costar lo mismo que las transacciones nacionales.

**3.** En el caso del sector seguros, el grado de integración es reducido, con una presencia limitada, aunque creciente, de empresas extranjeras.

**4.** La composición de la cartera de los fondos de inversión muestra un incremento sustancial en el porcentaje de fondos que invierten en países de la Eurozona, si bien es mucho más importante el porcentaje del activo invertido en países no europeos. En cualquier caso, el sesgo nacional cada vez es menor.

**5.** Las fusiones y adquisiciones internas (entre empresas de un mismo país) llevadas a cabo en el sistema financiero europeo representan un porcentaje importante del total, pero han reducido su importancia en los últimos años. En términos de integración y competencia, la elevada importancia de las fusiones nacionales incrementa la concentración de los mercados internos, con efectos poten-

cialmente perjudiciales para la competencia.

**6.** En términos de competencia, la evidencia no es concluyente. Así, mientras que algunas opiniones, basadas generalmente en la evolución de márgenes absolutos, apuntan hacia un incremento de la competencia, el margen relativo como indicador de poder de mercado muestra justo lo contrario.

A pesar del avance hacia la integración de los mercados financieros, la situación actual dista mucho del concepto de mercado único de productos y servicios bancarios, especialmente en los mercados al por menor. Y ello como consecuencia de la existencia de barreras que protegen los mercados nacionales de la competencia externa. Si bien se ha producido una reducción de las barreras a la entrada de entidades extranjeras en la industria bancaria, todavía existen importantes barreras de tipo fiscal, regulatorias, etc. Avanzar en el grado de integración financiera requiere la adopción de medidas como la eliminación de la discriminación fiscal en contra de los productos y oferentes extranjeros; reducir el elevado sesgo existente hacia los productos y oferentes nacionales por problemas de falta de protección del consumidor; avanzar en la armonización de los sistemas de regulación/supervisión en línea con las recomendaciones del informe Lamfalussy; incrementar el grado de «contestabilidad» de los mercados (por ejemplo, fomentando el uso de la banca y del comercio electrónico), y eliminar, siguiendo las recomendaciones del informe Giovannini de la Comisión Europea (2001a), las barreras técnicas, fiscales y de otros tipos en los sistemas de compensación y liquidación, que se manifiestan en costes de operaciones transfron-

terizas mucho más elevados (hasta once veces más) que las transacciones nacionales.

#### NOTAS

(\*) Los autores agradecen la ayuda económica del Ministerio de Ciencia y Tecnología - FEDER y de la Agencia Valenciana de Ciencia y Tecnología a través de los proyectos SEC2001-2950, SEC2002-03375 y GRUPOS03/123.

(1) En BANCO CENTRAL EUROPEO (2002) se ofrece información detallada de la estructura financiera de los países de la Unión Europea.

(2) Un análisis más detallado de la evolución de las diferencias en las estructuras financieras de los países del área de euro se encuentra en HARTMANN *et al.* (2003).

(3) Utilizando los balances de las instituciones financieras monetarias (IFM) del área del euro, MANNA (2004) construye, para el período 1997-2002, indicadores de integración con base en información sobre actividad *cross-border*. Sus resultados muestran importantes diferencias en la importancia de la actividad *cross-border* entre los mercados al por menor y al por mayor, habiéndose ampliado las diferencias en el período analizado.

(4) La información desagregada por países muestra diferencias importantes en las cuotas de mercado de las compañías extranjeras (véase BECKMANN *et al.*, 2002).

(5) Excluidos, por falta de información, Dinamarca, Grecia, Luxemburgo, Holanda y Reino Unido.

(6) No obstante, estas cifras deben ser interpretadas con suma cautela en términos de integración financiera, ya que los porcentajes están referidos a activos/pasivos exteriores, por lo que incluyen, además de los activos/pasivos de países de la UE, los del resto de países no pertenecientes a la Unión Europea.

(7) Véase OROZ y SALAS (2003), y MAUDOS y PÉREZ (2003).

(8) FERNÁNDEZ DE GUEVARA *et al.* (2004) y MAUDOS y FERNÁNDEZ DE GUEVARA (2004) obtienen resultados similares para un muestra de países de la Unión Europea.

(9) A las 42 iniciales se han sumado cinco nuevas que no aparecían en el plan original.

#### BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2002), *Report on financial structures*.

BECKMANN, R.; EPPENDORFER, C., y NEIMKE, M. (2002), «Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance», *Diskussionsbeiträge, Institut für Europäische Wirtschaft, IEW*.

<p>CABRAL, I., DIERICK, F., y VESALA, J. (2002), «Banking integration in the Euro area», <i>Occasional Paper Series</i>, n.º 6, diciembre, European Central Bank.</p> <p>COMISIÓN EUROPEA (1999), <i>Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan</i>, Communication of the Commission, COM (1999) 232, 11-05-99.</p> <p>— (2001a), «Cross border clearing and settlement arrangements in the European Union», <i>Giovanni A. report</i>, Bruselas.</p> <p>— (2001b), <i>Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets</i>, Bruselas, 15 de febrero.</p> <p>— (2002a), <i>Study to Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union</i>, report for the European Commission, CSEF (ADAM, K.; JAPPELLI, T.; MENICHINI, A.; PADULA, M., y PAGANO, M.).</p>	<p>— (2002b), <i>Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets, report for the European Commission</i>, London Economics, noviembre.</p> <p>FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J.; MAUDOS, J., y PÉREZ, F. (2004), «Market power in European banks», <i>Journal of Financial Services Research</i> (en prensa).</p> <p>GIANNETTI, M., GUIISO, L.; LAPPELLI, T., y PAGANO, M. (2002), «Financial market integration, corporate financing and economic growth», <i>European Economy, Economic Papers</i>, número 179.</p> <p>HARTMANN, P.; MADDALONI, A., y MANGANELLI, S. (2003), «The Euro area financial system: structure, integration and policy initiatives», <i>Working Papers</i>, n.º 230, Mayo, Banco Central Europeo.</p> <p>HEINEMANN, F., y JOPP, M. (2002), <i>The benefits of working European retail market for financial services: report to the European Financial Services Round Table</i> (ZEW&amp;IEP).</p>	<p>IVIE (2003), <i>The monitoring of structural changes and trends in the internal market for financial services</i>, Report for the European Commission, enero.</p> <p>LAMFALUSSY, A. (2001), <i>Final Report on the Regulation of European Securities Markets</i>, Committee of «Wise Men», enero, Bruselas.</p> <p>MANNA, M. (2004), «Developing statistical indicators of the integration of the Euro area banking system», <i>Working paper Series</i>, número 30, enero, European Central Bank.</p> <p>MAUDOS, J., y PÉREZ, F. (2003), «Competencia vs. poder de mercado en la banca española», <i>Moneda y Crédito</i>, n.º 207: 139-166.</p> <p>MAUDOS, J., y FERNÁNDEZ DE GUEVARA (2004), «Factors explaining the interest margins of the banking systems of the European Union», <i>Journal of Banking and Finance</i>, número 28/29: 2259-2281.</p> <p>OROZ, M., y SALAS, V. (2003), «Competencia, beneficios y eficiencia de la intermediación bancaria en España: 1977-1999», <i>Moneda y Crédito</i>, n.º 207: 73-99.</p>
--	---	---

## Resumen

En los últimos años, algunos cambios fundamentales están afectando al sistema financiero. Los mercados bancarios se están volviendo más concentrados, los sistemas se están liberalizando y el entorno general se está volviendo más competitivo en general. Los bancos europeos tienen a su alcance oportunidades de desarrollar sus negocios bancarios minoristas y corporativos, como también otras áreas no tradicionales tienen al alcance otras oportunidades. Los avances tecnológicos siguen contribuyendo a moldear la economía del sector de servicios financieros. Los cambios en el entorno regulador internacional están teniendo también una influencia cada vez mayor sobre los bancos europeos. En particular, se implantan reglas y normativas de supervisión para cumplir con las recomendaciones de BIS. En definitiva, el funcionamiento de los bancos y su eficiencia siguen estando dominados por muchos factores cambiantes aquí relacionados, y no sólo por la estrategia de maximización del valor del accionista y el estado de la economía en general.

*Palabras clave:* sistema financiero europeo, mercados bancarios, eficiencia, competencia, supervisión.

## Abstract

In recent years, there are important changes that are impacting on the global financial system. Banking markets are becoming more concentrated, systems are liberalizing and the general environment is becoming more competitive overall. Opportunities exist for European banks to develop their retail and corporate banking businesses and opportunities exist in not traditional areas. Technological advances continue to help re-shape the economics of the financial services industry. Changes in the international regulatory environment are also having an ever-increasing influence on European banks. Supervisory rules and regulations are being implemented to meet BIS recommendations. Overall, bank performance and efficiency continues to be driven by many varying factors analysed in this article, not least by shareholder value maximisation strategy and the state of the overall economy.

*Key words:* european financial system, banking markets, efficiency, competition, supervision.

*JEL classification:* G21.

# EFICIENCIA Y COMPETENCIA EN EL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

Philip MOLYNEUX

Universidad de Gales, Bangor

## I. INTRODUCCIÓN

DESDE finales de la década de 1990, las entidades bancarias de toda Europa han venido reportando rendimientos significativos a sus accionistas. Esta tendencia es el resultado de la insistencia de los bancos en mejorar su eficiencia en costes e ingresos a lo largo de la década de 1990, así como de la exposición al riesgo con mayor eficacia. El valor del accionista (o, alternativamente, del *stakeholder*) se ha convertido en el principal motor de la estrategia bancaria. Hoy en día, se presta especial atención a la asignación eficiente del capital en la entidad bancaria. Se controlan más eficazmente las características de riesgo y rentabilidad de las operaciones bancarias, lo que ha contribuido también a estimular la tendencia al empleo de prácticas que mejoren el rendimiento de los activos de balance y de la gestión de riesgos, con el uso creciente de complejas técnicas de titulización y gestión del riesgo crediticio. En la actualidad, a los bancos europeos les interesa en mayor medida incrementar sus ingresos por comisiones sobre actividades fuera del balance, como pueden ser la gestión y suscripción de valores, la banca privada o la gestión de tesorería. La industria bancaria también se ha transformado debido a la consolidación, a la vez que sus beneficios se han visto reforzados, en la mayoría de los casos, por una favorable evolución económica. Los mercados bancarios se han vuelto más concentrados y, al mismo tiempo, más competitivos a me-

didada que las entidades que han entrado a competir en estos mercados financieros y no financieros más recientemente han ido aumentando la competitividad en el sector bancario. Aparte de ello, la banca universal sigue siendo la forma dominante de modelo operativo de banca.

De forma equiparable a sus homólogos estadounidenses, los bancos europeos tienen como objetivo mantener su rentabilidad mediante el desarrollo de relaciones a largo plazo con el cliente y fomentando, cada vez más, actividades financieras (tanto en el segmento minorista como mayorista) de sus clientes. Teniendo en cuenta este objetivo estratégico, muchos bancos centran sus objetivos en desarrollar su negocio no tradicional en áreas como los seguros, la gestión de tesorería, las pensiones y otros servicios de inversión. El interés por desplegar un abanico más amplio de servicios financieros al por menor se ve impulsado por la rapidez de los cambios demográficos y de la demanda de los clientes de su región de influencia. En lo que respecta a la banca corporativa y de inversión, su negocio tiene cada vez más en común con la actividad crediticia tradicional, complementada con una gama más y más variada de servicios especializados y orientados al mercado de capitales.

El entorno operativo de los bancos europeos también se ve influido por diversos avances regulatorios internacionales, siendo el más importante de ellos la in-

roducción de las normas de adecuación de recursos propios de Basilea II. En los apartados que siguen se discuten éstos y otros temas diversos.

## II. TENDENCIAS ESTRUCTURALES DE LA BANCA EUROPEA

Tradicionalmente, y hasta bien entrada la década de 1980, muchos sistemas financieros europeos se caracterizaron por niveles de control de la actividad relativamente altos con los que las autoridades reguladoras mantenían un entorno bancario protegido que inhibía la competencia. Sin embargo, las condiciones del mercado se han visto sometidas a profundos cambios en los últimos años. Del lado de la demanda, las preferencias del cliente han variado de manera sustancial, volviéndose más sofisticadas y exigentes respecto a los precios. Del lado de la oferta, la globalización de los mercados financieros ha venido acompañada por la desregulación, la innovación financiera y la automatización. Estos factores implican un aumento del número de competidores, y un entorno operativo más exigente. Además, los avances en la tecnología, sobre todo los servicios de banca telefónica y on-line, han permitido a las entidades financieras extender sus actividades más allá de los límites locales y nacionales, y aumentar su cuota de mercado al proporcionar productos competitivos a mercados más grandes y a un precio menor. Se han incorporado al mercado nuevos proveedores de servicios financieros minoristas, como las superficies comerciales y la industria automovilística, entre otros. Como entidades de crédito, las entidades de depósito se ven enfrentadas, en la actualidad, a la fuerte competencia tanto de otras entidades

bancarias como de instituciones financieras no bancarias, lo que también acentúa la competencia dentro del sector bancario y de los servicios financieros en general.

Con objeto de ayudar a los bancos a afrontar estos nuevos retos, las autoridades financieras europeas se han seguido concienciando de la importancia de la desregulación financiera como forma de promover la competencia en el mercado, siendo su objetivo incrementar a la vez la eficacia y la solidez de los sistemas bancarios. A este respecto, la legislación de la Unión Europea, mediante la que se creó el mercado único y se introdujo la UME en 1999, ha liberalizado aún más la actividad del mercado financiero. Casu y Molyneux (2003) y Casu *et al.* (2004) señalan la existencia de indicios de que la legislación estadounidense de la pasada década de los noventa ha conducido a una mejora (no obstante, moderada) de la eficiencia del sector bancario en este período. La liberalización de las barreras estructurales también se ha visto acompañada por la desregulación financiera —a través de la reducción del control directo del gobierno— y, al mismo tiempo, por la revisión de la normativa prudencial de recursos propios, incluyendo la revisión de la normativa vigente con Basilea II.

El proceso de desregulación tiene consecuencias significativas para las entidades bancarias. La primera de ellas es que elimina o reduce las prácticas colusivas y/o restrictivas, fomentando la competencia, con lo que aumenta la exposición al riesgo. En segundo lugar, se derivan cambios en la capacidad de los bancos para captar nuevos negocios en campos mucho más extensos de actividad, como la titulización de préstamos y las operaciones fuera de balan-

ce. Los movimientos hacia las nuevas áreas de negocio y un entorno más competitivo han cambiado la naturaleza del riesgo bancario y, probablemente, han aumentado sustancialmente el coste de la financiación, reduciendo así las ventajas competitivas de las entidades establecidas. Esta tendencia induce a los intermediarios bancarios a prestar más atención a las estrategias de establecimiento de precios y mejora de la calidad de sus productos. En este sentido, los bancos se preocupan más de analizar y controlar sus ingresos y costes, así como de gestionar los riesgos asumidos, con objeto de conseguir niveles de beneficios aceptables. En este contexto, maximizar la riqueza de los accionistas y promover mejoras de eficiencia productiva se han convertido en objetivos estratégicos de gran relevancia para las entidades de depósito.

Mientras que el aumento de la competencia, por un lado, es evidente en todos los mercados bancarios europeos, según refleja la caída de los márgenes, los avances estructurales parecen haber estimulado una mayor concentración en los mercados. Esta tendencia transcurre en paralelo al caso estadounidense. Según un informe del Banco Internacional de Pagos (BIS), la preferencia por la consolidación a escala nacional (frente a la transfronteriza) se debe a que ésta ofrece oportunidades más claras de reducir los costes, y menos complicaciones en el control del proceso de fusión, con una cultura corporativa normalmente más homogénea en las entidades implicadas (Bank for International Settlements, 2000a). Asimismo, las entidades tratan, en primer lugar, de obtener una mayor presencia en el mercado nacional, y así poder contar con la suficiente representatividad como para poder competir en una fase poste-

rior de consolidación transnacional. Sin embargo, un aspecto que podría despertar cierta preocupación en las autoridades de la competencia es que parece haber indicios de que algunos bancos están ejerciendo el poder de mercado para alcanzar niveles anormalmente altos de beneficios. A esta conclusión llegan Goddard *et al.* (2004a), que observan que la banca europea se caracteriza por la continuidad de los beneficios (esto quiere decir que algunos bancos pueden conseguir de forma constante beneficios por encima de la media). Este comportamiento se ha atribuido al poder de mercado y a la diferenciación de producto (Goddard *et al.*, 2004b).

### III. AVANCES EN LA BANCA MINORISTA

Al igual que otros mercados bancarios, la industria de los servicios financieros al por menor se ha convertido en un segmento cada vez más importante del negocio bancario europeo. La oferta de un amplio abanico de productos y servicios minoristas es ahora la norma de actuación para los bancos de toda Europa, que siguen proporcionando los habituales servicios de depósito, préstamos al consumo y tarjeta de crédito. Los bancos europeos rivalizan ahora con sus homólogos estadounidenses en la implementación de tecnología avanzada en el negocio bancario minorista, y las redes de cajeros automáticos (ATM) y de terminales en punto de venta (EFTPOS) son de uso común. Muchos de ellos proporcionan servicios bancarios basados en telefonía e Internet. Los más sofisticados ofrecen servicios individualizados de banca privada y gestión de activos a sus clientes más destacados. En muchos sistemas es también «la norma» el diseño de productos como

fondos de pensiones y seguros destinados al segmento minorista.

El éxito continuado del negocio bancario minorista europeo dependerá, en gran medida, de la forma en que los bancos se adapten a la provisión de productos y servicios que cumplan las exigencias de una población en rápido crecimiento y de edad relativamente avanzada (de ahí que cada vez se preste más atención a la banca privada y otras formas de gestión de activos). También influirá el modo en que se adapten a las nuevas tecnologías. Los avances tecnológicos seguirán influyendo en los caminos que tomen las empresas de servicios financieros para llevar a cabo su negocio. Normalmente, los avances tecnológicos contribuyen a reducir los costes relacionados con la gestión de la información (recogida, almacenamiento, procesamiento y transmisión), sustituyendo, principalmente, las actividades basadas en el papel y que requieran mucha intervención humana por procesos automáticos. También modifican la forma en que los clientes acceden a los servicios y productos de sus bancos, principalmente a través de «nuevos» canales de distribución como Internet, y otros canales remotos y basados en la telefonía. Según Morgan Stanley Dean Witter (2000), hay «muchas pruebas de que las estrategias de las empresas con representatividad tanto en Internet como en oficinas (*clicks-and-mortar*) maximizan la capacidad de las instituciones financieras de capturar una proporción superior de los activos financieros globales de los clientes». Este planteamiento se basa en la opinión de que poseer una importante presencia física refuerza la imagen corporativa y proporciona al cliente una mayor confianza en el producto, en contraste con las ofertas que sólo emplean Internet. Además, los ele-

mentos extra de servicio, asesoramiento y ventas que ofrece el planteamiento integrado animan a los clientes a confiar más servicios financieros a un determinado proveedor. También es evidente que varios productos, como los préstamos al consumo, los diferentes productos hipotecarios y los seguros de vida, se prestan por sí mismos de forma más inmediata a canales diferentes de distribución, de forma que, ofreciendo una plataforma de múltiples canales, los clientes pueden tener a su alcance un servicio más personalizado y eficiente en costes, dependiendo de sus necesidades.

Sin embargo, ahora que muchos bancos europeos se encuentran desarrollando novedosas actividades a través de Internet, el desarrollo de una nueva generación de tecnología basada en la red de telecomunicación de banda ancha amenaza con transformar la industria. En general, las redes de banda ancha permiten la transmisión de una cantidad mayor de datos a una velocidad más alta. En un sentido más amplio, el acceso a Internet será mucho más rápido, permitiendo a los usuarios beneficiarse de los nuevos contenidos, que van desde sofisticadas páginas web a interactividades en tiempo real. Tres clases distintas de mecanismo (la televisión interactiva, el ordenador y el teléfono móvil) pueden actuar de receptores de servicios de banda ancha que podrían revolucionar los canales de distribución. En particular, la televisión interactiva de banda ancha podría proporcionar a los bancos europeos el acceso a una base de clientes mucho más amplia, ya que hay muchos más clientes reales o potenciales que poseen una televisión que un ordenador. La televisión interactiva podría resultar atractiva para los bancos a la hora de abastecer a

segmentos masivos que en un pasado demostraron no ser muy rentables.

Además de la televisión interactiva, también serán próximamente un hecho consumado los servicios financieros móviles que se proporcionan vía teléfono móvil, gracias a la evolución de la tecnología de banda ancha. Dichos servicios son ya muy populares en países como Hong Kong y Japón, donde está muy extendida la consulta de saldos, las transferencias de fondos y la negociación de acciones. McKinsey & Co (2001) ha observado que las empresas financieras de toda Europa están interesadas en establecer la presencia de servicios financieros móviles. Algunos bancos ya proporcionan servicios bancarios y de inversión a través del teléfono móvil. Para los bancos europeos, la atracción por trasladar sus servicios a medios móviles radica en que éstos constituyen un canal de distribución alternativo más, del que también pueden obtener compensación económica derivada de las diversas transacciones bancarias y de la negociación de acciones. Esta compensación debe deducirse, no obstante, del coste del desarrollo de estos servicios.

Al igual que sucede con el propio Internet, las entidades bancarias están reorganizando sus estrategias tecnológicas, teniendo en cuenta los avances previstos como resultado de la introducción de la tecnología de banda ancha. Las fuerzas que liberó Internet y las tecnologías venideras serán magnificadas por la revolución de la banda ancha, que proporciona jugosos beneficios a sus clientes y a la vez supone un importante reto para los proveedores de servicios financieros. Además de una tecnología de cara al cliente, los bancos también están teniendo en cuenta oportunidades que

puedan facilitarles la reorganización de su *back-office*.

Todas estas fuerzas apuntan hacia un mercado bancario minorista europeo cada vez más competitivo. Esta competencia se basará en las funciones de diferenciación de precio y de producto. El centro de atención será ofrecer un abanico más amplio de servicios financieros a una base de clientes abundante en activos (aunque quizá pobre en pensiones) cada vez más madura.

#### IV. LA BANCA PRIVADA

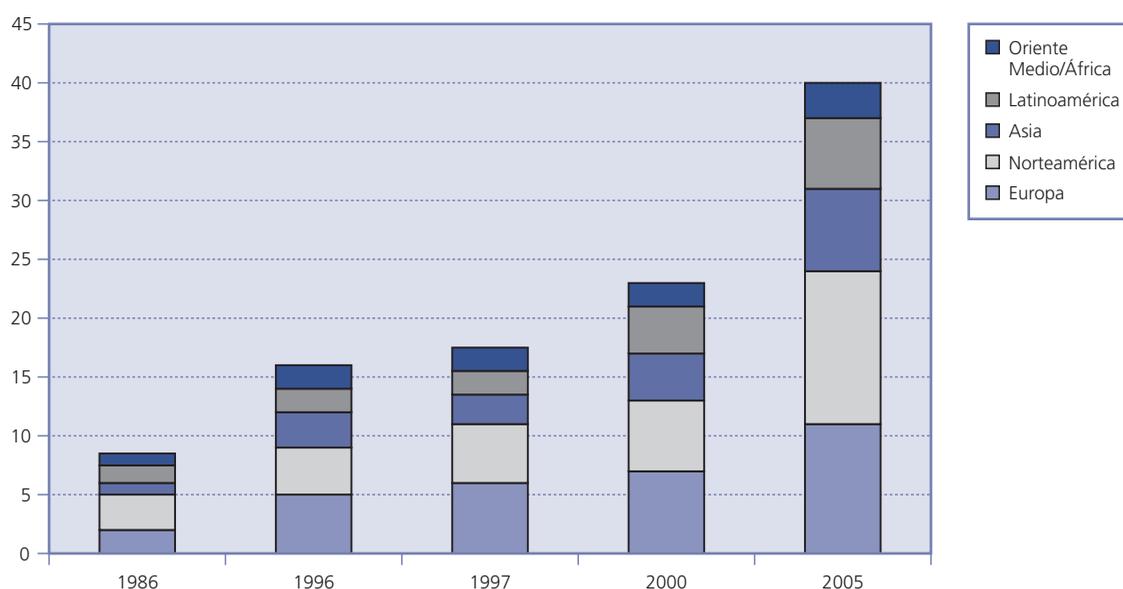
Una de las áreas que está atrayendo especialmente el interés de la banca comercial a escala global, y en Europa en particular, es la banca privada (que ofrece servicios bancarios y de inversión a individuos con un nivel de riqueza elevado). El negocio global (*onshore*) de la banca privada está valorado en torno a los 20 billones de dólares, de los cuales un tercio se mantiene en el exterior. Los activos gestionados *offshore* han crecido en torno a un 6 por 100 anual desde mediados de la década de 1990, y es probable que se mantengan en este nivel hasta el año 2010. La demanda de servicios bancarios se rige principalmente por el aumento de la prosperidad, reflejado en una renta per cápita superior y mayores niveles de riqueza. En lo que se refiere particularmente a los países europeos, la demanda de dichos servicios suele estar estrechamente vinculada a las transferencias de liquidez intergeneracionales y la provisión de pensiones y jubilaciones. En tanto los servicios financieros bancarios, en sus distintas formas, sigan estado presentes en la mayoría de los mercados bancarios europeos, hay oportunidades de negocio en este campo para muchos sistemas financieros, mien-

tras el mercado siga estando fragmentado y desconcentrado. En el gráfico 1 se presenta una instantánea de la dimensión global del mercado de la banca privada.

Durante estos últimos años, los bancos americanos y europeos se han apresurado a desarrollar sus propias operaciones de gestión de activos y banca privada, dirigidas, en particular, al denominado mercado de afluencia masiva. Normalmente, el cliente en este mercado se define como el individuo que cuenta con una cantidad de fondos a invertir que oscila entre 50.000 y 500.000 dólares, mientras que los clientes de la banca privada tradicional son los que disponen de más de 500.000 dólares para invertir. De forma habitual, los europeos más adinerados ya trabajan con banqueros privados en paraísos fiscales en Suiza, Londres y Nueva York, y este mercado está muy establecido. Sin embargo, los bancos contemplan a los clientes privados por debajo del nivel de opulencia como un grupo objetivo.

Los bancos comerciales se ven particularmente atraídos por el negocio de la banca privada, a causa de las perspectivas de crecimiento y los reducidos requisitos de regulación de capitales (bajo riesgo) que rodean la administración de activos de terceros. Este mercado se considera relativamente amplio, rentable y con una industria fragmentada. El sello de una operación bancaria privada satisfactoria se caracteriza por la discreción, la seguridad y la confidencialidad. Los clientes exigen una rentabilidad relativa presentable para sus inversiones y tienden a ser sofisticados desde el punto de vista financiero. Para satisfacer a esta demanda, los bancos tienen que poseer una capacidad multiproducto y ofrecer todo un abanico

GRÁFICO 1  
**DIMENSIÓN GLOBAL DEL MERCADO DE LA BANCA PRIVADA**  
 (Billones de dólares EE.UU.)



Fuente: Estimaciones de los propios autores.

de servicios bancarios tradicionales, así como una gama de servicios de valores y fondos de inversión, de gestión de activos, derivados, productos hipotecarios y de crédito, e inversiones alternativas, entre otros. Aunque muchos de los bancos sean pequeños en comparación con los mayores bancos privados (como UBS), al menos pueden proveer servicios a escala nacional u obtener productos recomendados mediante la constitución de alianzas estratégicas con sus socios.

En general, los mercados bancarios europeos siguen ofreciendo jugosas oportunidades en el área de la banca privada, y los bancos implicados se encuentran en buena disposición para obtener beneficios a tenor de los cambios experimentados en el entorno de la gestión del patrimonio financiero. Mantener una imagen corporativa y una franquicia in-

terna fuertes, de la mano de un buen funcionamiento y una estrategia apropiada de segmentación de clientes, son ingredientes críticos para el éxito.

#### V. BANCA CORPORATIVA Y DE INVERSIÓN

La demanda de servicios de banca para empresas ha sido tradicionalmente la piedra angular del negocio bancario europeo, y se encuentra estrechamente relacionada con el ciclo económico. En general, todos los bancos proporcionan facilidades de pago, depósito y crédito, y los más grandes aportan también un espectro más amplio de servicios a los clientes corporativos más prominentes. Como en el caso de los servicios de pago en la práctica bancaria estadounidense, estos servicios se facilitan, en primer y más importante lugar, por medio de una

cuenta corriente, que facilita a las empresas el acceso a una variedad de facilidades específicas de transmisión monetaria (por ejemplo, facilidades de depósito en efectivo y mediante cheque, acceso a servicios de pago automatizado que facilitan el pago de domiciliaciones, órdenes bancarias y otras formas de deuda comunes). Entre las principales facilidades de depósito se incluyen la cuenta corriente común y los servicios de depósito a plazo. Cuanto más dinero se deposita, más oportunidades tienen las empresas de obtener servicios de tesorería y gestión de activos más sofisticados (estos son productos estrella para la empresa de tamaño medio y elevado). Del lado del crédito, las empresas, y particularmente las más pequeñas, suelen confiar en las facilidades de descubierto y crédito a plazo, aunque el descubierto es mucho menos común en algunos sistemas financieros.

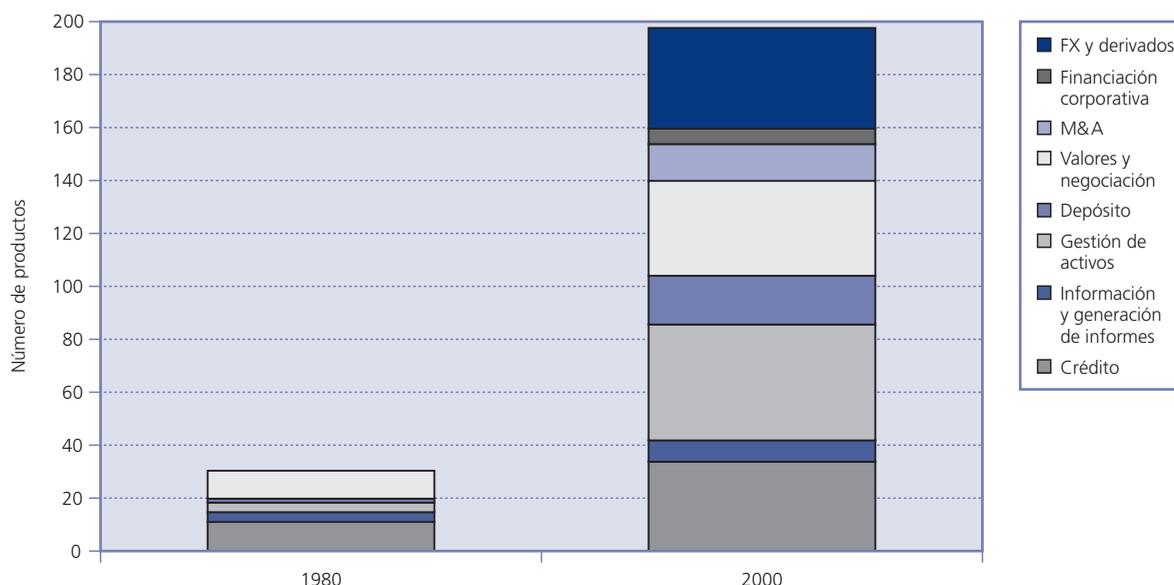
Durante la década de 1990, las empresas intentaron insistentemente diversificar sus servicios de crédito, utilizando de forma intensiva una serie de productos financieros como el *factoring* y el *leasing*. Dichos servicios (*asset finance*) crecieron significativamente durante esta década. Esta tendencia tuvo varias causas, incluyendo el tratamiento contable y fiscal favorable que recibía el *leasing*, un acceso más fácil a dichos productos en comparación con la financiación de descubiertos y el atractivo asociado a unos flujos de crédito más seguros.

A medida que las empresas crecen, también crece la demanda de servicios de banca corporativa, y se hace más compleja. Las empresas de mayor tamaño requieren facilidades de transmisión de liquidez, depósito y crédito, al igual que

sus homólogas más pequeñas. Sin embargo, también suelen necesitar un abanico más amplio de servicios referentes a la información sobre su negocio, de gestión del riesgo, de financiación comercial y de gestión de tesorería y de inversión (en caso de que se gestionen los activos del fondo de pensiones de sus empleados o sus propios activos). A lo largo de la última década, aproximadamente, la gama de servicios bancarios a disposición de las corporaciones europeas medianas ha crecido sustancialmente. Esto sucede porque muchos bancos han «bombardeado» este segmento con productos que anteriormente eran reserva exclusiva de las grandes empresas. En Europa, se estima que los grandes bancos comerciales proporcionan alrededor de 200 productos a este segmento, cuyo desglose se refleja en el gráfico 2.

Los bancos comerciales europeos buscan cada vez con mayor intensidad penetrar en el mercado corporativo estadounidense. El objetivo es adquirir conocimientos sobre cómo adaptar los cambios previstos, con alta probabilidad de afectar a su negocio, durante la próxima década. La causa estriba en que EE.UU. es la nación más avanzada en cuando a la provisión de productos del mercado de capitales a sus clientes corporativos medianos (y éste es un sector que se prevé va a crecer rápidamente). Las grandes compañías multinacionales evitan cada vez más recurrir al sector bancario para su financiación, consiguiéndola a través de emisiones (de títulos), de instrumentos de deuda y de renta variable. También pueden conseguir financiación en los mercados internacionales a un precio más bajo que muchos bancos, ya

GRÁFICO 2  
**NÚMERO DE PRODUCTOS BANCARIOS DEL MERCADO INTERMEDIO QUE OFRECEN LOS BANCOS COMERCIALES**  
 Categorías de productos



Nota: FX = servicios en divisas; M & A = financiación de fusiones y adquisiciones, y asesoramiento.  
 Fuente: Adaptado de Goldman Sachs y McKinsey (2001).

CUADRO N.º 1

## PRODUCTOS BANCARIOS CORPORATIVOS PARA LAS CORPORACIONES MULTINACIONALES EUROPEAS

Gestión de tesorería (nacional y global)	Financiación de fusiones y adquisiciones y servicios de asesoramiento	Préstamos de inversión
Divisas (transacciones <i>spot</i> y <i>forward</i> )	Gestión institucional de activos	Custodia
Depósitos y financiación a plazo	Servicios de fideicomiso corporativo	Líneas de crédito
Financiación comercial	Financiación de proyectos	Servicios de gestión del riesgo
Futuros/Opciones/ <i>Swaps</i>	Servicios para el inversor	Facilidades de pago
Renta fija (emisión de títulos)	<i>Leasing</i>	
Renta variable	<i>Factoring</i>	

que sus calificaciones crediticias suelen ser superiores. En este sentido, prestar dinero a compañías de gran envergadura es un negocio (en cuanto a beneficios) de margen reducido, ya que los bancos tienen que competir en condiciones muy exigentes entre sí y con los mercados de capitales. Los bancos comerciales, por tanto, siguen centrando una parte significativa de su interés corporativo en el segmento medio del mercado, ya que éste es uno de los más rentables en cuanto a crédito corporativo. Los bancos nacionales se enfrentan a una mayor competencia de los mercados de capitales y de los bancos extranjeros a la hora de proporcionar servicios de banca corporativa a las grandes empresas.

En el último peldaño del escalón, los principales servicios que se proporcionan a las grandes empresas son parecidos a los que se ofrecen al mercado intermedio, aunque suelen tener una proyección internacional superior. El tipo de productos que demandan las firmas multinacionales europeas puede verse en cuadro n.º 1.

Las grandes empresas europeas tienen la oportunidad de recurrir a los mercados internacionales de capitales para obtener financiación, lo que supone un elemento

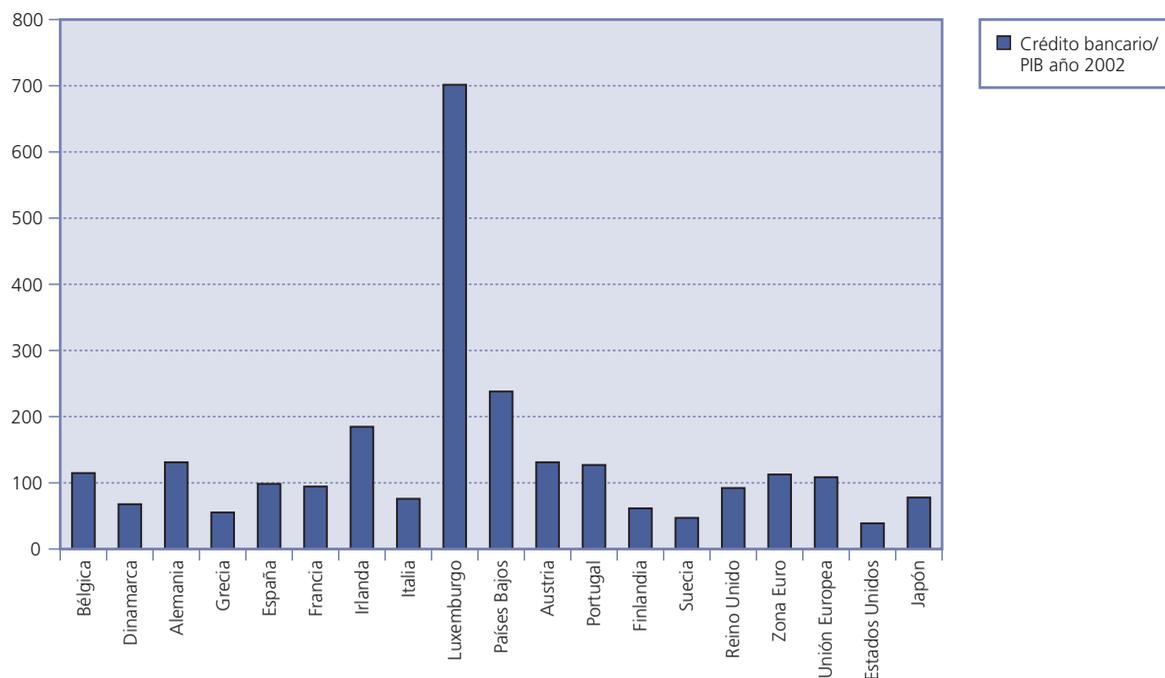
añadido de competencia para el sector bancario. Sin embargo, es necesario destacar que, en muchos países, las grandes empresas y las instituciones financieras poseen unos vínculos muy fuertes, fundados sobre los pilares de sus prolongadas relaciones. Las relaciones bancarias tienden a ser más fuertes en Europa, ya que los sistemas financieros se basan, principalmente, en la banca, como es el caso de Alemania, en comparación con los sistemas basados en los mercados, como en los casos del Reino Unido y EE.UU., aunque, al igual que en el caso de todos los sistemas basados en las instituciones bancarias, se están orientando más al mercado. La importancia relativa del crédito bancario en Europa, contrastada con la de EE.UU., puede verse en el gráfico 3. (Véase el anexo para consultar la evolución de la ratio de capitalización bursátil respecto al producto interior bruto).

Un aspecto del que son conscientes los banqueros que prestan servicios a empresas es, no obstante, la creciente importancia de la tendencia a la desintermediación. Las grandes empresas tienen ahora a su disposición la gama más amplia de opciones de financiación del mercado de capitales que nunca hayan tenido, y que, a su vez, compiten con los

servicios y productos tradicionales del crédito bancario. Ésta es una fuerza que está estimulando a numerosos grandes bancos de inversión a dirigir sus servicios a empresas de tamaño medio (un segmento del mercado que tradicionalmente había sido reserva exclusiva de los bancos comerciales). Los bancos de inversión como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch —que cuentan con experiencia global en los mercados de capitales, fusiones y adquisiciones, y servicios de asesoramiento corporativo— compiten actualmente de forma activa con los bancos comerciales en la provisión de servicios de deuda, valores y gestión del riesgo a las grandes empresas del mercado intermedio (principalmente a causa de que éste se contempla como un segmento más rentable que el segmento multinacional de mercado corporativo en el que tradicionalmente se centraban).

Los avances tecnológicos y competitivos, y las demás fuerzas señaladas, están cambiando, asimismo, la forma en que los bancos emprenden la práctica bancaria corporativa. El mercado del crédito corporativo ha cambiado, y las líneas de demarcación entre los diferentes servicios que se ofrecen a las firmas, ya sean pequeñas, medianas o grandes, se están bo-

GRÁFICO 3  
CRÉDITOS BANCARIOS RESPECTO AL PIB EN EUROPA-AÑO 2002



Fuente: Estimaciones propias de los autores.

rando poco a poco. Esto suscita el interrogante sobre qué tipos de operación bancaria corporativa van a tener éxito en un futuro.

Teniendo en cuenta la creciente segmentación del negocio, parece probable que gran parte de los bancos se inclinen por adoptar algún tipo de estrategia especializada dirigida a un mercado más específico, y a una base de clientes y/o productos más delimitada. Esto no quiere decir que la banca corporativa se convierta en un negocio monolínea, en el que cada banco ofrezca sus servicios monoproducción. Lo que quiere decir es que los bancos se irán especializando en una serie de áreas de negocio bancario corporativo, si bien no intentarán (como tradicionalmente venía siendo el caso) ofrecer un servicio bancario corporativo universal a cada tipo y tamaño de empresa. Los bancos co-

merciales procurarán identificar las áreas de cliente o producto en las que puedan especializarse, y desarrollarán su negocio siguiendo estas líneas. Goldman Sachs y McKinsey (2001) sugieren varios modelos potencialmente satisfactorios que podrían servir de base para el progreso de la banca corporativa en Europa. Estos modelos se presentan en el cuadro n.º 2.

El cuadro n.º 2 sugiere varios modelos de negocio dentro de una estrategia bancaria corporativa plenamente satisfactoria. El estudio pone de relieve que el potencial de ingresos es superior para aquellos segmentos a los que se dirigen los servicios bancarios de inversión a la mediana empresa y las corporaciones multinacionales, seguidos del proveedor financiero especializado y de la entidad bancaria al servicio de las PYME. Los bancos más grandes se

encuentran en disposición de adoptar una combinación de todos los tipos de modelos de negocio, aparte de su función de asesor independiente: esto sucede porque su independencia puede ser puesta en entredicho, si se tiene en cuenta la sólida gama de productos propios que ofrecen. Los grandes bancos regionales emprenden todos los tipos de modelo, además de aquellos que requieren extensas gamas de productos y una fuerza financiera masiva, como sucede al tratar únicamente con las firmas más exclusivas y con la negociación del crédito. Otros bancos más pequeños actuarán como especialistas en los mercados al por mayor y/o locales. Sería interesante analizar si esta clase de segmentación del mercado va a tener lugar en los sistemas bancarios europeos a lo largo de la próxima década.

CUADRO N.º 2

## OCHO FÓRMULAS DECISIVAS DISTINTAS QUE SURGEN DE LA BANCA CORPORATIVA

Objetivo estratégico	Modelos decisivos de negocio
<b>Objetivo de segmentos</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>1. Especialista en crecimiento:</b> se centra en las distintas necesidades financieras de aproximadamente 50.000 compañías de rápido crecimiento, incluyendo financiación de la empresa, negocio referente a IPO (oferta pública inicial), servicios de fusiones y adquisiciones.</li> <li><b>2. Entidad bancaria al servicio de las PYME (relación directa):</b> se centra en las necesidades habituales de la mayoría de las medianas empresas europeas, ofreciendo paquetes estándar, y herramientas de asesoramiento y autodiagnóstico. Fuerte confianza en los canales directos para reducir los costes de los productos.</li> <li><b>3. Entidad bancaria al servicio de la mediana corporación (inversión):</b> se centra en las necesidades generales de financiación de la última fase del segmento de la mediana empresa ya establecida. Ofrece una extensa combinación de productos, con un fuerte elemento bancario de inversión.</li> <li><b>4. Bulge bracket de MNC (empresas multinacionales) (entidades que exceden los márgenes estándar de mercado):</b> es una fórmula que solo algunos bancos pueden utilizar, ya que requiere las habilidades necesarias para servir a las 250 MNC europeas y potencialmente a las 2.000 grandes corporaciones restantes. Citigroup, Deutsche Bank y los bancos suizos más importantes, United Bank of Switzerland y Credit Suisse, los «principales aspirantes».</li> </ol>
<b>Objetivo de productos</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>5. Proveedor especializado de financiación:</b> algunos bancos comerciales pretenden alcanzar una sólida posición centrándose en productos de crédito comercial seleccionados. Entre las áreas de especialización que presentan oportunidades se incluyen: unas habilidades reconocidas de estructuración financiera —como el arrendamiento interfronterizo—, estructuras asociadas a los sistemas impositivos internacionales, <i>factoring</i> a gran escala, créditos de inversión a largo plazo y financiación de proyectos. Estos tipos de negocio atraen a diversos clientes, desde servicios públicos a fabricantes de ordenadores.</li> <li><b>6. Negociador de créditos:</b> apuesta por el auge inminente de la negociación de créditos. La mayoría de los participantes en este sector van a poner en manos externas la negociación del crédito, a un puñado de «poderosos». No existen ejemplos de negociadores activos del crédito en Europa, aunque algunos bancos norteamericanos están intentando penetrar con su oferta de productos en Europa.</li> </ol>
<b>Objetivo funcional</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li><b>7. Asesor corporativo de servicios financieros:</b> el banco actuando como asesor financiero independiente para proporcionar soluciones financieras individualizadas.</li> <li><b>8. Proveedor de financiación factorial:</b> ofrece los servicios finales de la cadena de valores en el nivel de la producción. Ofrece herramientas de asesoramiento, modelos de calificación, productos como la gestión de tesorería o la financiación de activos, ya sean propios o sin etiquetar. Entre otros servicios se pueden incluir los de procesamiento del crédito/valores o clasificaciones corporativas.</li> </ol>

Fuente: Adaptado de Goldman Sachs y McKinsey (2001): 18-20.

## VI. AVANCES TECNOLÓGICOS QUE AFECTAN A LAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS

Las innovaciones tecnológicas han transformado la mayoría de los sectores industriales, sobre todo a causa de la evolución de las tecnologías basadas en la información. En el caso de la industria bancaria, debido a la labor de los bancos como entidades basadas en la recopilación y análisis de la información, estos cambios han sido aún más acusados. Las tecnologías de la información ofrecen un ahorro en coste y tiempo en la provisión de

servicios financieros, y un aumento de los ingresos a través del desarrollo de un abanico de nuevos productos financieros, cuyo límite suele ser únicamente el nivel potencial de demanda que se puede crear. Efectivamente, la rápida evolución que está experimentando la tecnología de la información está transformando las prácticas de trabajo de la industria bancaria a través de una desmaterialización de las fuentes de información, un notable incremento de la información disponible y la posibilidad de diversificación en nuevas áreas de negocio compatibles con las actividades principales de las entidades.

Se pueden determinar dos consecuencias principales de la innovación tecnológica. En primer lugar, la función de producción en la banca es ahora más intensiva en capital, teniendo en cuenta que la cuota de costes operativos distintos de los de personal ha aumentado en la mayoría de los sistemas europeos, a diferencia de los costes de personal. Este cambio ha contribuido a la reducción de los costes asociados con la administración de la información (recogida, almacenamiento, procesamiento y transmisión), al sustituir los (laboriosos) métodos basados en el papel por procesos automatizados. En se-

gundo lugar, la difusión de la tecnología de la información está transformando de forma radical los canales bancarios de distribución. A este respecto, la ventaja competitiva que otrora proporcionó la proximidad geográfica, por medio de un nutrido número de sucursales, se ha conseguido ahora a través de la instalación de cajeros automáticos o sistemas de distribución alternativos y, más recientemente, a través de la introducción de la banca por Internet.

En general, el progreso de la tecnología de la información ha permitido el establecimiento de nuevos productos y canales de distribución. También ha acelerado la competitividad, consiguiendo que sea más fácil comparar los precios, y reduciendo los costes de intercambio y las barreras de entrada a los mercados. Aunque estos factores han intensificado la competencia, también deberían haber incrementado la eficiencia y, manteniendo lo demás constante, haber reducido el nivel óptimo de capital. Por otro lado, también podrían haber propiciado una cierta sobrecapacidad de personal en los canales de distribución «física» o tradicional.

Estas fuerzas son universales, y todos los bancos europeos se hallan en buena disposición para obtener provecho de estos avances tecnológicos. Las entidades de tamaño reducido, no obstante, no se encuentran en muy buena posición para desarrollar su propia tecnología de innovación. Pueden optar por implementar los sistemas recomendados cuando sus competidores, que tienen más recursos para invertir en investigación y desarrollo y en tecnologías innovadoras, ya los han probado con éxito. De hecho, ésta es una de las razones por las que los intermediarios bancarios de menor tamaño pueden ser más eficaces que las entidades

más grandes, porque no tienen que incurrir en mayores costes de desarrollo, pueden adquirir los sistemas recomendados ya hechos a su medida e implementarlos con menos interrupciones.

## VII. TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN: IMPACTO DE BASILEA II EN LA BANCA EUROPEA

Las entidades bancarias europeas, al igual que las de otros sistemas financieros, deben cumplir con un aluvión de normas y reglamentos provenientes de organismos tanto nacionales como internacionales. El principal objetivo es garantizar unos sistemas bancarios seguros, sólidos y eficaces. La iniciativa reguladora más destacada, y cuyo impacto en la estrategia y comportamiento de los bancos europeos ha sido más evidente, es probablemente Basilea II. En junio de 1999, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea lanzó formalmente las propuestas para el nuevo marco de adecuación del capital (Basilea II). El acuerdo original de 1988 establecía un modelo internacional en torno a una ratio de capital del 8 por 100. El objetivo principal del nuevo acuerdo es introducir un tratamiento sensible a un abanico más amplio de riesgos bancarios, que garantice que los requisitos normativos de recursos propios mantienen una relación más estrecha con el riesgo crediticio. En particular, el establecimiento de unos requisitos mínimos de capital se basará en la actualización de la perspectiva de medición del crédito, incluyendo el uso de las calificaciones internas del riesgo y las valoraciones externas del crédito de las entidades. El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea ha emprendido una exhaustiva revisión, y el Comité de Basilea prevé su aplicación para el año 2006 (\*).

El acuerdo de Basilea II está construido sobre tres pilares fundamentales. El primero de ellos tiene que ver con la cuantificación de los nuevos requisitos de capital, y se apoya, principalmente, en los modelos internos de ponderación del riesgo de los intermediarios bancarios y en las agencias externas de calificación. El segundo de los pilares define el proceso de revisión supervisora. El tercero se centra en la disciplina de mercado e impone unos principios de revelación más amplios, para aumentar la transparencia:

— El *pilar 1* pretende modificar las normas previas, introduciendo ponderaciones del riesgo que guarden mayor vinculación con la situación crediticia del prestatario. La clasificación actual de la ponderación del riesgo exige que las entidades de crédito y las empresas de inversión mantengan por lo menos un 8 por 100 de su activo como capital. El activo se ajusta mediante una fórmula de ponderación del riesgo que permite que los créditos que se valoran con menor riesgo se doten con una menor proporción de capital. Sin embargo, este método ha recibido muchas críticas, puesto que las categorías de ponderación del riesgo que imponía el acuerdo original eran muy rudimentarias, por lo que se aproximaban muy poco a la probabilidad real de impago. Por ejemplo, los préstamos no garantizados a las grandes compañías y los de los empresarios individuales se contabilizaban con el mismo nivel (100 por 100) de riesgo. Esto quiere decir que los bancos tienen que mantener la misma cantidad de capital destinado a fines reguladores para estos tipos de préstamo, aun cuando el primero se considere sustancialmente menos arriesgado que el último. Como consecuencia de ello, la tendencia de los bancos ha sido la de orientar su actividad a prés-

tamos más arriesgados, que imponen tipos más altos de interés, y a la vez la misma dotación de recursos propios.

Las nuevas propuestas de Basilea refinan esta metodología para reflejar con mayor precisión los diversos riesgos subyacentes contra los que las entidades bancarias están obligadas a mantener su capital. El nuevo acuerdo no propone ningún cambio a la actual definición de capital o el requisito mínimo del 8 por 100 del capital en activos con distinta ponderación de riesgo. La propuesta afecta principalmente a la forma en que se van a evaluar los distintos riesgos bancarios (riesgo crediticio, riesgo operativo y riesgo de mercado). Los métodos de evaluación del riesgo crediticio son más complejos que en el acuerdo vigente; se ha propuesto de forma explícita una medida para el riesgo operativo, mientras que la evaluación del riesgo de mercado no experimenta ningún cambio.

Los cambios más visibles están relacionados con el cálculo del importe de recursos propios destinados a cubrir al riesgo crediticio. Según Basilea II, los bancos podrán elegir entre lo que se conoce como «método estandarizado» y el método basado en las calificaciones internas (IRB). En el planteamiento estandarizado, el nuevo acuerdo define las ponderaciones del riesgo dentro de unas categorías generales de soberanías, bancos y compañías, con referencia a una empresa externa de valoración (agencia de calificación del crédito) que está sujeta a unos firmes principios. Con el método IRB, los bancos están autorizados a utilizar sus propias evaluaciones internas del riesgo, pero siempre sujetas a unos estrictos requisitos metodológicos y de transparencia.

Junto con los cambios en el esquema de ponderación del riesgo (*pilar 1*), el acuerdo propuesto descansa sobre otros dos «pilares», a saber, la mejora de la supervisión y el perfeccionamiento de la disciplina de mercado. Se pretende que estos dos puntos de apoyo actúen como un mecanismo de refuerzo que garantice la seguridad y solidez del sistema bancario.

— El *pilar 2*, el proceso de revisión reguladora, está encaminado a garantizar que la posición de adecuación de capital sea coherente con todo el perfil de riesgo general. A este extremo, los reguladores europeos deben estar capacitados para emitir juicios cualitativos sobre la habilidad de cada banco para evaluar y gestionar sus propios riesgos. La Reserva Federal de los EE.UU. ha mostrado recientemente su apoyo a la idea de que los supervisores bancarios deberían evaluar los procesos de gestión de recursos propios de forma continua, si bien sostiene, asimismo, que los supervisores deberían establecer unos objetivos de adecuación del capital después de haber valorado los posibles riesgos que afectan a la institución correspondiente. Los supervisores deberían igualmente poseer la capacidad de exigir a los bancos que mantengan recursos propios extraordinarios por encima de los requisitos mínimos de regulación. Las polémicas mantenidas por el Comité de Basilea con los reguladores no pertenecientes al área del G10 han girado en torno a la necesidad de endurecer los requisitos de capital para las instituciones más débiles o arriesgadas. Ésta es ya la práctica en ciertos países; por ejemplo, algunos reguladores del sector financiero del G10 exigen a diversos bancos que mantengan una cantidad de capital equivalente a más del 20 por 100 de sus activos. Probablemente, un proceso de revisión de tales caracte-

terísticas impondrá un sustancioso incremento de los recursos dedicados a la supervisión en muchos países, en los que los sistemas de regulación se desarrollan hoy en día únicamente en función de las directrices cuantitativas estándar.

— *Pilar 3*: el tercer pilar tiene como objetivo la mejora efectiva de la disciplina del mercado, mediante la introducción de unos principios de transparencia muy exigentes con respecto al capital bancario. Exige que los bancos proporcionen una información más fiable y puntual, de forma que los distintos participantes en el mercado puedan realizar una mejor valoración del riesgo.

Considerados de forma conjunta, el *pilar 1* aporta las reglas necesarias para cuantificar la sensibilidad al riesgo y el mínimo coste de capital asociado a este riesgo. Se compensa con las opiniones de supervisión que aporta el *pilar 2* y con la reglamentación de transparencia de mercado del *pilar 3*. A la larga, el nuevo acuerdo pretende crear un marco regulador más flexible y extenso, sin tener que sacrificar la seguridad y solidez que se consiguieron con el acuerdo actual.

Resulta difícil ser categóricos sobre el impacto estratégico de Basilea II. Gran parte de éste dependerá de la forma y características que adopten finalmente los mercados bancarios cuando se implante definitivamente Basilea II. En cualquier caso, numerosos estudios y opiniones parecen apuntar hacia cierto consenso inicial sobre el impacto de las propuestas.

Peterson (2001: 52) revela, como dato significativo sobre las propuestas de Basilea, el escaso movimiento de márgenes que ha producido. En cualquier caso, explica que va a ser relativamente

fácil identificar a algunos de los grandes ganadores y perdedores de las propuestas de Basilea II. En el cuadro n.º 3 se resume esta relación, y a continuación se realiza una breve discusión sobre el tema.

Los bancos grandes y prudentes experimentarán una reducción de su capital regulador cuando éste converja hacia el capital económico, que será una consecuencia de la capacidad de los bancos para utilizar y explotar el método IRB. A corto plazo, no obstante, tendrán que satisfacer los costes de actualización de sus sistemas internos y su tecnología. También es probable que sean elevados los costes de acomodación (y su consiguiente revelación). Como ya hemos visto en el apartado anterior, cuanto mayores y más sofisticados sean los bancos más probabilidades tienen de obtener ventajas de este reto, mientras que los menores y menos sofisticados, por el contrario, saldrán perdiendo.

Algunos de los grandes ganadores de la supresión del sistema de bandas de ponderación del riesgo (Basilea I) son los países relativamente solventes que no son miembros de la OCDE. Las ponderaciones del riesgo en virtud del método estandarizado caerán del 100 por 100 al 20 o el 0 por 100. Los bancos establecidos en estos países también mejorarán. De forma paralela, las empresas con alta calificación (cuya ponderación del riesgo corresponde al 100 por 100 según Basilea I) también se beneficiarán de una ponderación del riesgo mucho más baja). Como consecuencia de ello, las entidades bancarias se verán mucho más incentivadas a conceder préstamos a estas empresas.

Todas las obligaciones respaldadas con activos (*ABS, asset backed-securities*) se ponderaron con Basilea I al 100 por 100. Con el

CUADRO N.º 3

**GANADORES Y PERDEDORES POTENCIALES EN VIRTUD DEL ACUERDO DE BASILEA II**

<i>Ganadores</i>	<i>Perdedores</i>
Bancos grandes, prudentes	Créditos débiles de la OCDE
Externos a la OCDE	Mercado de préstamos de alto rendimiento
Corporaciones con alta calificación	Banca al por menor
Mercado respaldado con garantías de activos	Derivados del crédito
Bancos de desarrollo multilateral	Mercados <i>repo</i> (órdenes de recompra)
Mercado de bonos de alto rendimiento	Gestión de tesorería
Compañías no calificadas	

Fuentes: Peterson (2001: 52), Risk (2001a y b).

método estandarizado de Basilea II, se ponderarán de acuerdo con su calificación del crédito. Con ello, los tramos *senior* resultarán mucho más atractivos para los bancos, lo que puede hacer crecer su respectiva demanda.

Los bancos de desarrollo multilateral con más alta calificación ven recortadas sus ponderaciones de activo del 20 al 0 por 100 con el método estandarizado. En cuanto a los títulos de alto rendimiento, los bancos tendrán que mantener más capital según Basilea II (aunque los bancos, de todos modos, no son grandes inversores en títulos de alto rendimiento). Sin embargo, puesto que el crédito bancario a los prestatarios menos solventes se va a ver duramente penalizado con el Acuerdo de Basilea II, estas empresas se pueden ver empujadas al mercado de los bonos sin garantía, incrementando con ello la oferta de fondos y el arraigo de los mercados de títulos en general.

En virtud del Acuerdo de Basilea II, los créditos corporativos y bancarios más débiles atraerán una ponderación del 150 por 100 (con el método estandarizado), pero sólo un 100 por 100 de pon-

deración (mínima, no obstante) las entidades sin calificación. Este trato aparentemente preferente de las compañías sin calificación seguramente tendrá algún impacto. Por ejemplo, es posible que algunas empresas opten por seguir sin calificar.

Las apuestas apuntan a que los bancos minoristas van a encontrarse entre los perdedores. En cualquier caso, el tratamiento de su capital y el continuo calibrado de los riesgos del crédito bancario parecen haber reducido este potencial. Entre los problemas que se les plantean, también se incluyen el nuevo marco de riesgo operativo y el aumento de los costes de acomodación.

Las primeras voces de alarma denunciaron que el suelo legal de requisitos de capital adicionales (*w*) de los derivados del crédito afectaría de forma adversa a la liquidez en el mercado de los *swaps* de créditos morosos (Risk, 2001a: 26), y del mismo modo, que los participantes en el mercado *repo* se verían, asimismo, perjudicados. Por último, también se ha hecho pública la preocupación por un posible impacto sobre la gestión de tesorería. En particular, el nuevo

marco del riesgo operativo se va a aplicar a las operaciones de gestión de tesorería bancarias.

En este contexto, ¿en qué va a afectar este cambio a la actividad de las entidades bancarias en Europa? En primer lugar, parece que aún sigue existiendo una notable confusión en torno a Basilea II. Esto sucede, en parte, a causa de la incertidumbre existente en torno a los criterios de medición y a su respectiva necesidad de datos. Uno de los grandes problemas operativos con que se enfrentan los bancos europeos, a la hora de cumplir con el Acuerdo de Basilea II, es el de obtener los datos necesarios y disponer de los recursos de tecnología de la información para ponerlos en práctica. La metodología de riesgo de Basilea II que adoptaron los bancos va a depender, con toda probabilidad, del volumen y la disponibilidad de los datos (especialmente los históricos) necesarios. Para muchos bancos europeos, los recursos extraordinarios invertidos en el cambio hacia técnicas de riesgo más sofisticadas no es eficiente en cuanto a costes, y para la mayoría de las entidades de depósito la solución va a radicar en la utilización del método estandarizado para calcular los requisitos de capital.

Los bancos europeos muy expuestos a la señalización por la calidad serán obviamente los ganadores, mientras que en los bancos minoristas la probabilidad más alta de mora puede significar una ponderación superior del riesgo (exceptuando el sector de las hipotecas residenciales). Los estudios anteriores sugerían que Basilea II podría elevar las ponderaciones de riesgo que se aplicasen a los productos minoristas (excluyendo las hipotecas) al mismo ritmo que se reducirían en el caso de exposiciones al mercado de capitales/bancario de alta calidad. Estos

estudios sostienen que no se verán materialmente afectados ni el sector intermedio del mercado ni el crédito comercial.

Es probable que el Acuerdo de Basilea II estimule algunos cambios importantes en la cartera de activos de la banca europea. Las actividades de banca de inversión y del mercado de capitales experimentarán un repunte. Las actividades minoristas, por otra parte, quizá sufran una reducción en la rentabilidad cuando el nivel de capital regulador sea superior. Las hipotecas y las exposiciones a corporaciones con alta calificación son dos clases de activo que podrían beneficiarse de Basilea II. Estos productos requerirán menos recursos propios. No obstante, los bancos no podrán disfrutar de estas ventajas de forma indefinida, ya que proliferarán los competidores en estos segmentos. En cualquier caso, es muy probable que Basilea II cree un «resquicio de oportunidad» para que aquellos bancos europeos con mayor exposición al mercado de capitales, la banca de inversión y el mercado hipotecario puedan disfrutar de una rentabilidad económica superior durante un período sostenido.

Teniendo en cuenta las previsiones, es importante señalar que la predicción de que la mayoría de los bancos europeos confiará en el método estandarizado para sus cálculos de capital les situará en desventaja competitiva ante los bancos globales de mayor dimensión. En este sentido, es improbable que se beneficien del método IRB. Éste podría ser un asunto político a tratar, puesto que los grandes bancos internacionales competirían con las entidades europeas de dimensión más reducida en el negocio corporativo, presentando los primeros una importante ventaja financiera. Asimismo, parece plausible que,

como término medio, los sistemas bancarios europeos tengan que mantener menos recursos propios que nunca cuando entre en vigor la nueva normativa. Esto podría suscitar cierta preocupación acerca de la estabilidad financiera, especialmente cuando la liquidez de la mayoría de los sistemas parece también haber experimentado un declive sistemático durante la década de los años noventa.

## VIII. FUNCIONAMIENTO DE LOS BANCOS EUROPEOS

Los analistas reconocen que los sistemas bancarios europeos se han vuelto más competitivos y eficaces durante los últimos años, algo que, por supuesto, se refleja en su rentabilidad. Un aumento de la eficiencia debería conducir a un mejor funcionamiento de la rentabilidad, mientras que el incremento de la competencia debería empujar a la baja a los beneficios. La pieza que les falta en el rompecabezas, tanto a académicos como a especialistas, es explicar por qué el funcionamiento de los bancos es diferente dependiendo del país, y en qué forma se relaciona esto con la competencia y la eficiencia. Llewellyn (2003) proporciona un punto de vista interesante sobre estos temas al examinar las causas por las que los bancos del Reino Unido han sido más rentables que sus vecinos de la Europa continental. A partir de datos de los 150 mayores bancos de Europa durante el período 1996-2001, demuestra que los bancos británicos tendían a presentar una rentabilidad ROE (rentabilidad sobre recursos propios) superior a la de los bancos de otros países europeos. Dejando al margen los bancos nórdicos, las entidades del Reino Unido tenían los niveles más altos de rentabilidad, siendo los peores en este sentido los bancos suizos

y alemanes. Los bancos británicos generaron unas ganancias extraordinarias de aproximadamente un 7 por 100 durante el período del estudio (un resultado difícil de relacionar con el mercado bancario competitivo).

En general, Llewellyn (2003) postula que la razón de que exista esta diferencia entre los bancos europeos y los británicos se debe a seis factores principales:

1) el *ciclo económico*: su fase y la duración de ésta durante los períodos analizados;

2) *factores estructurales*: como el estado de la competencia y la contestabilidad en segmentos específicos de productos, la demanda de servicios bancarios independientes del ciclo económico, la existencia de entidades de carácter mutualista o cooperativo, el poder del mercado de capitales o la legislación laboral, entre otras;

3) la *presión sectorial* sobre el sector bancario;

4) la *composición productiva* y el abanico de actividades de los bancos;

5) las *prácticas competitivas de las entidades bancarias* (la política de precios, la forma en que se deciden a entrar en la competencia, si explotan las condiciones débiles de la competencia en los submercados,...);

6) los *objetivos de negocio* de los intermediarios y, sobre todo, si establecen específicamente el ROE y el valor económico añadido (tasa de rentabilidad por encima del coste del capital) como objetivos centrales de su negocio; asimismo, es importante saber hasta qué punto está preparada la banca para asumir sin reticencias las consecuencias de aplicar las es-

trategias para incrementar el valor añadido de los accionistas.

En este sentido, los bancos británicos han funcionado relativamente bien, ya que se han beneficiado de las boyantes condiciones macroeconómicas; la falta de competencia y los grandes beneficios en sectores claves, como el crédito a las PYME; una combinación de productos de venta cruzada de servicios financieros y una estrategia de carácter agresivo, y lo más importante (y probablemente más controvertido), que los bancos británicos se centran mucho más en la creación de riqueza para el accionista que muchos de sus homólogos del continente.

Un descubrimiento importante del estudio de Llewellyn (2003) es que la competencia es específica del producto. Algunas áreas del sector comercial son muy competitivas, y en otras se puede ejercer algo de poder de mercado. Un entorno operativo favorable, junto con la elevada demanda de servicios financieros al por menor; una política de precios y unas estrategias de venta cruzada agresivas, y una marcada obsesión por el valor del accionista, han impulsado a los bancos británicos a las cotas más altas de rendimiento. En muchos aspectos, por tanto, los bancos británicos se limitan a las estrategias y el funcionamiento reciente de los bancos estadounidenses. En cualquier caso, existe un aspecto adicional de relevancia no señalado aún. Esta estrategia agresiva puede reportar a los accionistas pingües beneficios, si bien puede tener como consecuencia que los bancos dejen de servir a la parte de la economía que no sea particularmente rentable. El servicio bancario en las comunidades rurales ha sido prácticamente borrado de la faz de la tierra, puesto que las entidades bancarias británicas no se han inhibido a la hora

de liquidar segmentos de negocio que no les han resultado rentables. Asimismo, otras partes de la sociedad se van viendo excluidas poco a poco de los servicios bancarios, ya que los bancos británicos sólo desean centrarse en los segmentos rentables de clientes. Crece la preocupación política en torno a la exclusión financiera, y es probable que ésta se mantenga si se continúan manteniendo estrategias agresivas de maximización del valor del accionista. Esta estrategia no es, sin duda alguna, un «juego de suma cero» (en el que para ganar uno tenga que perder el otro).

## IX. CONCLUSIONES

Algunos cambios fundamentales están afectando al sistema financiero, y los bancos europeos no son inmunes a estos avances. Los mercados bancarios se están volviendo más concentrados, los sistemas se están liberalizando y el entorno general se está volviendo más competitivo en general. En un entorno de estas características, los bancos continúan esforzándose en mejorar su funcionamiento, centrándose en perfeccionar su eficacia y generar más ingresos. Relacionada con ello está la necesidad de gestionar el capital y los riesgos de una forma más eficaz, de forma que los accionistas pueden obtener un buen resultado de sus inversiones.

Como ya destacábamos anteriormente, también pueden producirse consecuencias sociales negativas en relación con dichas estrategias. Los bancos europeos tienen a su alcance oportunidades de desarrollar sus negocios bancarios minoristas y corporativos, y también otras áreas no tradicionales, como pueden ser la banca privada y el seguro minorista, tienen al alcance otras oportuni-

des. Su deseo de impulsar los ingresos por comisiones respecto a los márgenes de intermediación continuará en un futuro. Los avances tecnológicos siguen contribuyendo a moldear la economía del sector de servicios financieros, y muchos bancos europeos se hallan en buena disposición para adoptar una tecnología punta (si fuese necesaria) a fin de ampliar sus canales de distribución y definir sus funciones de *back-office*. Muchos están emulando a sus homólogos estadounidenses.

Junto a estos avances, los cambios en el entorno regulador internacional están teniendo también una influencia cada vez mayor sobre los bancos europeos. Se implantan reglas y normativas de supervisión para cumplir con las recomendaciones de BIS, lo que probablemente provoque un descenso del nivel de capital regulador en toda Europa. El funcionamiento de los bancos y su eficiencia siguen estando dominados por muchos factores cambiantes, no sólo por la estrategia de maximización del valor del accionista y el estado de la economía en general. Queda por ver si los bancos continentales europeos abrazan la propuesta del valor del accionista

de forma tan agresiva como sus vecinos británicos. ¿Podemos esperar que se planteen un método más equilibrado?

#### NOTA

(\*) Véanse BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1999, 2000a y b, y 2001), MORGAN STANLEY (2001) y KARACADAG y TAYLOR (2000) para consultar el debate sobre el impacto previsto de Basilea. Por supuesto, en el sitio web de BIS se encuentran estudios más recientes y análisis sobre su impacto.

#### BIBLIOGRAFÍA

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1999), «Capital requirements and bank behaviour: The impact of the Basel Accord», *Basel Committee on Banking Supervision Working Paper*, n.º 1.

— (2000a), «A new capital adequacy framework: Pillar 3 market discipline», *Basel Committee on Banking Supervision Discussion Paper*, enero.

— (2000b), «Capital requirements and bank behaviour: The impact of the Basel Accord», *Basel Committee on Banking Supervision Working Paper 1*.

— (2001), *The New Basel Capital Accord: Comments received on the Second Consultative Package*, BIS, website: <http://www.bis.org/bcbs/cacomments.htm>.

CASU, B.; GIRADONE, C., y MOLYNEUX, P. (2004), «Productivity in European banking: A comparison of parametric and non-parametric approaches», *Journal of Banking & Finance* (en prensa).

CASU, B., y MOLYNEUX, P. (2003), «A comparative study of efficiency in European banking», *Applied Economics*, 35 (17): 1865-1876.

GODDARD, J.; MOLYNEUX, P., y WILSON, J. (2004a), «Dynamics of growth and profitability in banking», *Journal of Money, Credit & Banking* (en prensa).

— (2004b), «The profitability of European banks-A cross-sectional and dynamic panel analysis», *Manchester School* (en prensa).

GOLDMAN SACHS, y MCKINSEY (2001), *The Future of Corporate Banking in Europe*, Goldman Sachs & McKinsey & Co, enero.

KARACADAG, C., y TAYLOR, M. W. (2000), «The new capital adequacy framework, institutional constraints and incentives structure», *SUERF Studies*, n.º 8.

LLEWELLYN (2003), «Why are British banks so profitable?», ponencia presentada en el *SUERF/Credit Suisse Seminar sobre Profitability of European Banking: The Challenge of Competitive Market Conditions*, Zurich, 27 de febrero.

MCKINSEY & Co (2001), *Beyond Online*, primavera, Londres.

MORGAN, Stanley, Dean Witter (2000), *The Internet & Financial Services*, 31 de julio.

MORGAN, Stanley (2001), *Basel 2: Changing the banking landscape*, *European Banks, Equity Research Europe*, 6 de febrero.

PETERSON, J. (2001), «Basel gives banks whip hand», *Euromoney*, marzo: 48-53.

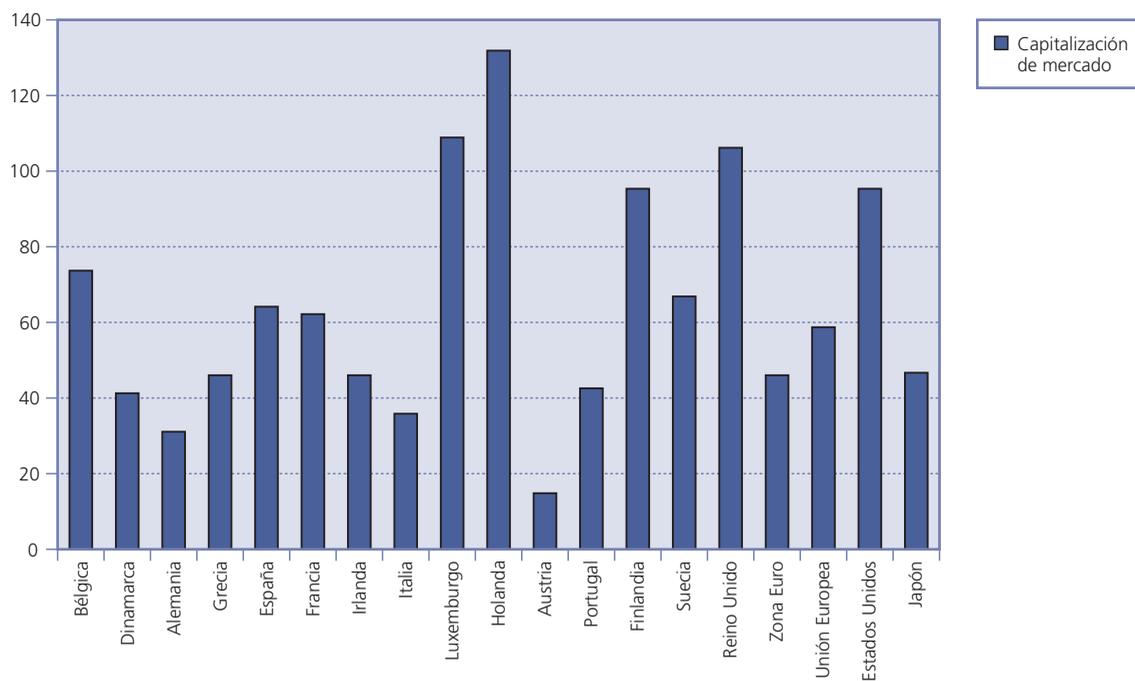
RISK (2001a), *Basel part two: the jury's verdict*, febrero; 26-29.

— (2001b), *Capital concerns*, agosto: 86-88.

Diversas actualizaciones del sitio web de BIS <http://www.bis.org>.

ANEXO

GRÁFICO A1  
**CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL EN RELACIÓN CON EL PIB EN EUROPA, EE.UU. Y JAPÓN. AÑO 2002**



## Resumen

El objeto de este trabajo es analizar la determinación del tipo de interés real de equilibrio a largo plazo en la economía. Un aspecto estrechamente relacionado, y que también se discute, es la posibilidad de control del tipo de interés por la política monetaria. El trabajo se completa con un análisis de las series históricas de tipos de interés privados y públicos, a varios plazos, en las principales economías del mundo.

*Palabras clave:* banco central, tipo de interés a largo plazo, crecimiento real.

## Abstract

The purpose of this paper is to analyse the long run equilibrium of the real rate of interest. A related topic, as is the control of the rate of interest by the monetary authorities, is also discussed. The research is completed with a brief analysis of the most relevant historical interest rate series for the main world economies.

*Key words:* central bank, long-term interest rate, real growth.

*JEL classification:* E43, E58.

# EL TIPO DE INTERÉS DE EQUILIBRIO

Ignacio MAULEÓN  
Raúl SÁNCHEZ LARRIÓN

Universidad Rey Juan Carlos

## I. INTRODUCCIÓN

EXISTE un acuerdo generalizado en que los *tipos de interés* en los últimos 2 ó 3 años han estado *bajos en relación a sus valores históricos* de los últimos 40 ó 50 años. Por otra parte, esto ha sido debido a la respuesta de los bancos centrales a la desaceleración económica generalizada en el mundo, a su vez originada en la relativa desactivación de ciertos desequilibrios reales financieros e inmobiliarios, que han afectado de diversa forma a las diferentes economías. Estos descensos de tipos nominales y reales, a su vez, han originado o acentuado otros desequilibrios, de modo que el riesgo ante un incremento de los tipos de interés ha aumentado.

Por otra parte, la interrelación entre los mercados financieros y reales de las principales economías ha aumentado en los últimos años, lo que se manifiesta en una *correlación mayor entre los tipos de interés* nominales y reales de todas las economías. Así, cualquier análisis debe centrarse en los tipos mundiales, o de las economías más significativas, más que en los tipos locales de economías periféricas. Un papel fundamental en este sentido ha correspondido, y lo sigue haciendo aunque en menor medida, a la economía de EE.UU. Por último, después de un período en el que se obtuvieron considerables avances en la reducción de los *déficit públicos y del volumen de la deuda pública viva*, dichas magnitudes *comienzan a aumentar* otra

vez, y todo indica que van a continuar en esta dirección. Aunque está comprobado que el aumento de las necesidades de financiación del sector público hace que los tipos nominales y reales de interés aumenten, su efecto concreto está lejos de precisarse. Debido a esto, y a que todo parece indicar que en la segunda mitad de 2004 *el crecimiento real mundial va a aumentar*, el *riesgo de un aumento de los tipos de interés*, especialmente los de intervención de los bancos centrales, ha vuelto al centro de la atención de los agentes económicos (el mayor riesgo está en EE.UU., seguido de Europa, y no tanto en Japón, pues esto apreciaría el yen dificultando las exportaciones y la recuperación; véase, por ejemplo, FMI, 2004).

Ante esta situación, surgen inmediatamente varias cuestiones. La primera es *hasta qué punto las autoridades monetarias, es decir, los bancos centrales, pueden mantener los tipos de interés a niveles bajos* respecto a sus valores históricos, o bien elevarlos, si es que esto es lo que deciden ante los previsibles aumentos del crecimiento real y del volumen de deuda pública en circulación. Veremos en el apartado siguiente que existen limitaciones importantes a estos objetivos, y la pregunta inmediata es, en consecuencia, *cómo se determinan los tipos de interés nominales y reales* en la economía, y en qué sentido, punto que se analiza en el apartado III. Más concretamente, trataremos de establecer una guía para el valor de los tipos de interés reales de equi-

librio, cuestión ésta que ha sido debatida desde distintos puntos de vista en el análisis económico. En la medida en que esta segunda pregunta pueda ser respondida con cierto grado de satisfacción, podemos plantearnos la lógicamente siguiente, es decir, *cómo se pueden estimar los valores concretos de los tipos de interés de equilibrio*, o al menos obtener alguna referencia concreta (apartado IV). También es importante revisar *qué efectos puede tener un aumento de los tipos de interés*, especialmente si llegamos a la conclusión de que, independientemente de lo que decidan los bancos centrales, van a aumentar (apartado V). Pero todo este análisis descansa en el *supuesto de que los tipos de interés están bajos en relación con sus valores históricos*, y aunque en algunos casos esto es evidente, como puede ser el japonés o el de los tipos nominales a corto de la deuda pública en EE.UU., no está comprobado que esto sea cierto para el resto del espectro de tipos, a otros plazos y otros emisores, ni para los tipos reales. En el apartado VI se intentará ofrecer respuestas a estas y otras cuestiones, basadas en el análisis de varias series históricas de tipos de interés comparándolas con los valores actuales. Un último apartado (VII) recoge un resumen de las conclusiones principales del artículo.

## II. LOS BANCOS CENTRALES Y LOS TIPOS DE INTERÉS

La primera pregunta fundamental hoy día es si los bancos centrales pueden mantener los tipos de interés indefinidamente en los niveles actuales, históricamente muy bajos por comparación con los últimos cincuenta años. Esta pregunta no es baladí, pues frecuentemente es lo que leemos y oímos en los medios de comuni-

cación, y la impresión que transmiten las autoridades monetarias es que, efectivamente, controlan y deciden el nivel de los tipos de interés a voluntad; teniendo en cuenta una serie de objetivos, por supuesto, pero en definitiva manteniendo el control sobre los tipos (1). Pero más relevante todavía es el control de los tipos de interés reales, que es, en definitiva, lo que influye sobre las decisiones económicas, al menos a medio plazo. En otras palabras, es necesario precisar qué efectos puede tener el control del tipo de interés nominal sobre la tasa de inflación de los precios. Por último, y en la medida en que aumentos del crecimiento real suelen ser respondidos por parte de los bancos centrales con aumentos de los tipos nominales, la pregunta es si es posible elevar los tipos de interés a voluntad, y especialmente los tipos reales. En definitiva, se trata de analizar *las limitaciones que puedan existir al control de los tipos de interés reales*, impuestas por el funcionamiento *normal* de la economía. Este apartado, en consecuencia, tratará de ofrecer algunas respuestas a dichas preguntas siguiendo el orden mencionado.

Comencemos por los *aspectos institucionales*. El banco emisor (BE) —en nuestro caso el Banco Central Europeo— puede hacer descender un tipo de interés a un plazo concreto a voluntad, simplemente comprando títulos de deuda pública a ese plazo, y al precio correspondiente al tipo de interés que se desee fijar. No obstante, y aunque el volumen de este tipo de deuda en circulación sea amplio, en algún momento puede alcanzar ese límite, a partir del cual se plantea una dificultad técnica obvia. Casi universalmente estas operaciones se llevan a cabo con títulos de deuda pública a corto plazo, así que una posibilidad inmediata, aunque ex-

plícitamente prohibida en algunos casos, y tácitamente en casi todos, es comprar deuda pública y privada a más largo plazo. Si fuera necesario, también sería posible, en principio, que el BE adquiriera activos reales y acciones. Otra posibilidad es adquirir títulos en el mercado de futuros, donde exista dicho mercado organizado, ya que la existencia y entrega física de los títulos no es necesaria en este tipo de mercado. Pero, de nuevo, en algunos países los estatutos de los bancos centrales les impiden operar en mercados que no sean de contado y, en todo caso, esto implicaría una intervención cada vez mayor del Estado en la economía, lo que no está previsto en las constituciones de los países miembros de la OCDE. Por último, otra posibilidad es introducir tipos de interés nominales negativos. Esto último, en la práctica, equivale a introducir un impuesto periódico sobre el dinero. Todas estas posibilidades, especialmente la última, pueden presentar dificultades técnicas, pero no son insalvables y, de hecho, algunos autores las han sugerido con el fin de aumentar la potencia de la política monetaria para combatir la deflación (Krugman y Buiter).

En todos los casos expuestos, y siempre que el resto de participantes en los mercados de deuda perciban esta orientación de la política monetaria, se abre la *posibilidad de arbitrajes*, siendo el más habitual vender títulos de deuda pública a corto plazo (relativamente baratos) y comprar títulos a largo (relativamente caros; técnicamente, arbitraje de la curva o *carry trade*). Este mismo tipo de operación se puede llevar a cabo también en el mercado de futuros si procede. Por otra parte, el mismo tipo de operación puede llevarse a cabo vendiendo títulos de deuda pública a cualquier plazo, una vez que su precio haya au-

mentado como resultado de la mayor demanda a todos los plazos, y adquiriendo títulos privados más baratos o títulos de deuda en países emergentes. En definitiva, aunque los bancos centrales intervengan fundamentalmente en los mercados de deuda pública a corto plazo, su intervención, de un signo u otro, se transmitirá a todo el espectro de tipos nominales, por plazos y emisores, aunque no de manera completa y en grados diferentes según los plazos y las clases de títulos (véanse análisis adicionales de la curva de tipos en los apartados III y IV). Esta intervención, en consecuencia, siempre implicará un aumento del dinero en circulación, independientemente de cómo se instrumente. La pregunta es ahora qué consecuencias puede tener dicho aumento sobre los precios y la inflación, ya que la variable relevante no es tanto el tipo nominal de interés como el real.

Suponiendo que los problemas institucionales se resuelvan, siempre existe la *posibilidad de que un exceso de oferta monetaria en circulación aumente el nivel de precios*, especialmente si el nivel de actividad es más o menos fijo, porque se ha alcanzado el pleno empleo o bien porque los aumentos del dinero son muy rápidos, como en el caso de las hiperinflaciones analizadas mediante el modelo de Cagan (1956). La respuesta más probable del público a esto es exigir tipos nominales que compensen por esta pérdida de valor del dinero nominal, de manera que los tipos reales no caigan. En este caso, los tipos de interés real y nominal estarían sometidos a fuertes perturbaciones no controladas por el BE. La posibilidad de que se desencadene una hiperinflación, no obstante, depende de que, alternativamente, no se alcance lo que se denomina una *trampa de liquidez*, es decir,

*que el público en general no espere que la inflación vaya a aumentar, ni que el tipo de interés a corto plazo vaya a descender más, y por lo tanto no tema la pérdida de valor de su dinero nominal: en ese caso no tratará de deshacerse de los excesos monetarios de su cartera, con lo que la demanda de bienes y los precios tampoco aumentarán, y el sector privado se limitará a acumular parte de sus activos en dinero nominal. Esto es lo que parece estar ocurriendo en los países de la OCDE en la actualidad, y parte de la explicación puede estar en que los aumentos del dinero en circulación han estado dirigidos a la compra de activos en manos del sector privado, de modo que éste se ha limitado a substituir una forma de colocar su riqueza (títulos de deuda) por otra (dinero efectivo).*

Todo parece indicar, en consecuencia, que la posibilidad de generar inflación, y por tanto conseguir tipos de interés reales negativos, no es viable. Este punto tiene su importancia, ya que varios autores (Krugman, entre otros) han sugerido este método para impulsar el crecimiento, especialmente en economías muy estancadas como la japonesa. Podemos plantearnos ahora, lógicamente, si el intento de mantener tipos de interés nominales bajos, puede que no sólo no genere inflación, sino que, por el contrario, *genere deflación*. Un tipo de interés nominal próximo a cero junto con precios estables, lo que implica también un tipo real casi nulo, puede inducir a los inversores, familias y empresas, a invertir en todo tipo de activos y bienes de inversión. Esto generará una mayor demanda de crédito bancario y, en consecuencia, de dinero. Así, incluso una oferta generosa de dinero por parte de la autoridad monetaria puede resultar insuficiente, lo que podría li-

mitar la demanda de bienes y activos reales, y finalmente generar un descenso de precios; todo ello, siempre que no se haya alcanzado una situación de pleno empleo de los recursos, claro está. Sea debido a este mecanismo o a otro, lo cierto es que en el pasado reciente en muchas economías del mundo desarrollado se ha observado un crecimiento alto de la oferta monetaria, junto con atisbos de deflación; en algunos casos, como el de Japón, confirmados, y en otros, como el de EE.UU., más controvertidos. Pero, en definitiva, este fenómeno advierte la posibilidad de que una política monetaria expansiva dedicada a mantener los tipos de interés nominales bajos puede ser la causa no ya de una inflación, sino de deflación. La consecuencia, de nuevo, es que *los tipos de interés reales son más difíciles o imposibles de controlar a la baja*.

Como parece ser que la economía mundial va a crecer más en la segunda mitad de 2004, y los bancos centrales puede que respondan aumentando los tipos a corto, especialmente la Reserva Federal, la siguiente pregunta es *hasta qué punto es efectivamente posible mantener tipos de interés nominales y reales altos*. A corto plazo, es evidente que esto es posible. Además, y si esta restricción monetaria tiene un efecto moderador sobre los precios, el resultado conjunto puede ser muy efectivo sobre el tipo real: aumento del tipo nominal y descenso de la inflación, lo que aumenta el tipo real por doble motivo. Sin embargo, es bastante probable que si el período de restricción monetaria se prolonga, el sector privado busque vías alternativas de financiación, y la experiencia del período 1977-1985 es muy rica en ejemplos; a partir de este último año, aproximadamente, se fué abandonando progresiva-

mente la política de control de agregados monetarios, debido a su inutilidad por el motivo mencionado. En definitiva, la ausencia de dinero público puede ser substituida por sucedáneos privados, de modo que el impacto inicial negativo sobre los precios desaparezca. Así, el efecto final sobre el tipo de interés real vuelve a ser, cuando menos, incierto.

Otra posibilidad muy efectiva, a corto y medio plazo para hacer aumentar los tipos nominales y reales es un *incremento del déficit público financiado con deuda*, reduciendo impuestos y manteniendo el nivel de gasto público, o aumentando este último también; esta política, además, se puede combinar con la anterior. Pero a plazos más largos este mismo aumento de los tipos de la deuda provocará que sean superiores a la tasa de crecimiento de la renta. De este modo, el sector privado comenzará a acumular activos de deuda pública a una tasa creciente, en proporción a su renta, a su riqueza y al resto de activos. En algún momento, el sector privado decidirá que se ha alcanzado el límite razonable para la proporción de títulos públicos en su cartera, punto a partir del cual no aceptará más títulos, lo que forzará al Estado a reequilibrar el Presupuesto y a reducir o anular el déficit. Así, y en última instancia, tampoco será posible mantener tipos de interés excesivamente altos durante mucho tiempo.

Por último, y aun suponiendo que el BE pudiera efectivamente mantener el tipo de interés nominal y el real en los niveles bajos deseados, y suponiendo que ese nivel sea más bajo de lo que sería deseable económicamente, esto implicaría una *situación de ineficiencia*. Por ejemplo, un tipo de interés real menor que la tasa de crecimiento de la economía im-

plica que la rentabilidad del capital —es decir, el tipo de interés real— es menor que la tasa de ahorro e inversión sobre el volumen de capital: en otras palabras, la inversión no es rentable desde un punto de vista económico, pues el rendimiento es menor que lo que se invierte. La economía crece, pero ahorra en exceso y consume menos de lo que podría. Si el fin último de todo crecimiento es el consumo, está claro que ésta no es una situación óptima ni deseable (véase el apartado III). Sin llegar a este extremo, y de manera algo menos rigurosa, pero no por ello menos realista, a tenor de experiencias recientes en el panorama internacional, *tipos de interés reales bajos pueden propiciar excesos de actividad*, al generar incentivos suficientes para que sean rentables inversiones poco productivas, o claramente ineficientes desde el punto de vista técnico. Buenos ejemplos de ello son los excesos de inversión en tecnologías IT, las burbujas inmobiliarias y las financieras, especialmente en los mercados de valores.

En definitiva: mantener los tipos nominales de interés a niveles más bajos de lo que requeriría un equilibrio estable plantea problemas institucionales considerables, en el mejor de los casos. Además, siempre existe el riesgo de que este intento desencadene una hiperinflación, en cuyo caso, y aparte de sus costes obvios, sería difícil mantener los tipos nominal y real en valores estables. Alternativamente, y lo que parece estar más acorde con la realidad actual, puede que incluso una política monetaria muy laxa vaya acompañada de deflación, lo que impediría el descenso del tipo de interés real. Aun suponiendo que las dificultades anteriores fueran evitables, esto implicaría una situación poco eficiente económicamente: rentabilidad del capital

inferior a la tasa de inversión, o inversiones poco rentables e ineficientes incluso. No debe olvidarse tampoco que la intervención del BE en mercados de deuda pública y privada a todos los plazos, y la adquisición de activos reales y de acciones, implican de hecho, una socialización creciente de la economía, algo incompatible con la economía de mercado y con las leyes de los países occidentales. El análisis de la política de tipos altos revela también que es difícilmente sostenible a plazos largos. Así, podemos concluir que parece *poco practicable mantener tipos de interés nominales, y especialmente reales, en contra de los criterios del mercado durante períodos prolongados*. No debe olvidarse, no obstante, que todo lo expuesto se refiere al medio y largo plazo —en algunos casos muy largo, de hecho—, y que *a corto plazo existe un margen para la actuación de la política monetaria sobre el ciclo económico*. Pero lo que debe quedar también claramente establecido es que parece prácticamente imposible que sólo con la política monetaria sea suficiente para combatir situaciones de desequilibrios profundos y que exigirían una política continuada en un sentido u otro (véase también Shiller, 1979, para un análisis estadístico de esta cuestión).

### III. EL TIPO DE INTERÉS REAL DE EQUILIBRIO

Este enfoque pretende determinar un *tipo de interés de equilibrio*, o *tipo natural*, a la manera de la tasa natural de paro, o el tipo de cambio de equilibrio. En muchas ocasiones se ha intentado derivar este tipo natural a través del mercado de ahorro (Wicksell, 1907), de modo que se trataría de determinar el tipo que igualase los flujos de oferta y demanda de ahorro de una economía. Para estudiar de

qué depende este tipo de equilibrio, por tanto, sería necesario estudiar los determinantes de la oferta y la demanda de ahorro en una economía dada. Este procedimiento no deja de ser algo impreciso, como vamos a ver a continuación. Consideremos, por ejemplo, el efecto de un aumento en la productividad del capital o del trabajo: en principio, puede esperarse que esto haga más atractiva la rentabilidad de la inversión, y por tanto aumente la demanda de ahorro, lo que aumentará a su vez el tipo de interés real; pero, por otra parte, los consumidores son, en definitiva, los dueños de las empresas, es decir, del capital, y en una perspectiva racional de largo plazo lo tendrán en cuenta, de modo que percibirán este aumento de productividad como una mejora de su renta futura, y probablemente estarán dispuestos a incrementar su oferta de ahorro actual. En consecuencia, el ahorro también aumentará, de modo que el efecto final sobre el tipo de interés es ambiguo cuando menos (2). Y más difícil de determinar es su impacto cuantitativo, ya que, al no existir una guía precisa para determinar el tipo de equilibrio, es necesario recurrir a vagas aproximaciones históricas, o bien a más o menos complicadas estimaciones econométricas, con todas las incertidumbres que ello conlleva (3).

Como se acaba de ver en el apartado anterior, es indispensable tener en cuenta que los consumidores son, en última instancia, los dueños del capital: así, *no existe una separación clara entre las decisiones de ahorro e inversión*, al menos en un mundo ideal, perfectamente racional y donde la propiedad esté distribuida uniformemente. El ahorro, por tanto, se determina teniendo en cuenta la renta actual y la esperada en años venideros, pero esa renta depende de la capacidad productiva de

la economía (tamaño y productividad del *stock* de capital, entre otros factores). Las decisiones de ahorro tendrán en cuenta este aspecto o, en otras palabras, el ahorro se determinará una vez que se determine la inversión óptima. En suma, el mercado de ahorro sigue existiendo, pero es una situación de medio plazo: finalmente, los consumidores adaptarán su oferta de ahorro hasta que el tipo de interés de equilibrio sea óptimo teniendo en cuenta otras consideraciones, y muy particularmente la optimización del consumo de equilibrio a largo plazo, que es el objetivo último de la producción.

El tipo de interés, o rentabilidad del capital, es igual por definición a la tasa de beneficio sobre el capital, y si suponemos que todos los beneficios se ahorran e invierten, resulta que el capital crece a una tasa igual al tipo de interés. Como, por otro lado, en equilibrio a largo plazo la renta debe crecer al mismo ritmo que el *stock* de capital, la conclusión es que *la renta crece a una tasa igual al tipo de interés*. Es posible ofrecer también una justificación más sólida para este resultado. Dado que la tasa de crecimiento del capital,  $g$ , iguala el cociente del ahorro sobre el capital, una unidad extra de capital requiere  $g$  unidades extra de ahorro para mantener el mismo crecimiento. Si la rentabilidad del capital, o tipo de interés, es mayor que el crecimiento, una unidad extra de capital genera más renta que el ahorro adicional necesario: en consecuencia, el consumo aumenta. Así, el ahorro aumentará y también el capital. Pero al aumentar el *stock* de capital su productividad, es decir, el tipo de interés, desciende, de modo que se aproximará a la tasa de crecimiento hasta que ambos coincidan. Un razonamiento similar muestra que si el tipo de interés es inferior a la tasa de crecimiento, es posible au-

mentar el consumo reduciendo el ahorro. En este caso, la economía ahorra en exceso, lo que es ineficiente (técnicamente, esta situación se define como dinámicamente ineficiente). El resultado final es que se obtiene un consumo máximo cuando el tipo de interés iguala la tasa de crecimiento de la economía (4).

En resumen, a largo plazo el tipo de interés real toma un valor próximo a la tasa de crecimiento de la economía. No obstante, esta afirmación es algo simple y requiere matizaciones importantes. En primer lugar, la siguiente pregunta es *¿y qué determina la tasa de crecimiento de la economía?* En principio se puede ofrecer una respuesta igualmente sencilla: dicha tasa es la suma de la tasa de crecimiento del empleo y de su productividad media. Se supone además que se trata de un empleo de equilibrio, en el sentido de que el desempleo que pueda existir en dicha situación es puramente técnico o natural, debido a factores *friccionales*. Cómo se determinan, ahora, estas dos variables, es la pregunta siguiente, aunque quizás existen ya más posibilidades de análisis. La primera pregunta tiene una respuesta fundamentalmente demográfica, aunque también afectada por factores económicos y, en todo caso, el análisis de series históricas puede dar una respuesta bastante fiable. La respuesta a la segunda pregunta es mucho más complicada. Es evidente que la inversión en investigación, en todas sus formas, es uno de los factores determinantes más importantes. No obstante, hay que entender esta inversión en sentido muy amplio, pues la mejora de los mecanismos organizativos y económicos de una sociedad puede ayudar enormemente al incremento de la productividad, incluso más que los avances puramente técnicos; recuérdese que en

las sociedades avanzadas el sector servicios gana sistemáticamente peso económico, aunque *servicios* debe entenderse en sentido amplio, ya que incluye actividades como la salud y las comunicaciones. Cómo se determina la inversión en investigación es otra pregunta mucho más abierta, y existen teorías según las cuales la decisión la toman los agentes económicos como una decisión más, dentro de su búsqueda por optimizar su comportamiento.

Una matización también importante se refiere a la *relación de desigualdad* que debe existir *entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento*. Hemos visto que tipo de interés y tasa de crecimiento deberán ser iguales para que el consumo sea el máximo posible. No obstante, y si los consumidores prefieren el consumo actual al futuro, es probable que aumenten algo su consumo actual a expensas del ahorro. La consecuencia será que el capital descenderá y su productividad —es decir, el tipo de interés— aumentará. En equilibrio, por tanto, lo probable es que el tipo de interés sea algo superior a la tasa de crecimiento de la economía, y esta diferencia dependerá de factores muy subjetivos, como es la preferencia por el consumo actual en lugar del consumo futuro. De todos modos, análisis teóricos y empíricos sugieren que la diferencia no puede ser excesiva.

El resultado anterior puede modificarse de acuerdo con diferentes teorías, pero en la senda de crecimiento de equilibrio a largo plazo todos los modelos obtienen una relación positiva y, en general, una correlación próxima a la unidad, ambas medias parecidas y, suponiendo eficiencia dinámica, la media del tipo real superior. Sin embargo, *no siempre estamos en esa senda de creci-*

*miento equilibrado*. Por ejemplo, supongamos que estamos en un crecimiento inferior al pleno empleo de los recursos, y consideremos una relajación de la política monetaria: aumento de la oferta monetaria, o bien descenso de los tipos de interés de intervención a corto plazo del banco emisor. El resultado será un aumento de la demanda de inversión, y por tanto un aumento del nivel de actividad. Supongamos ahora que, por algún motivo, se produce un aumento del nivel de actividad —por ejemplo, por la relajación monetaria que acabamos de considerar—, y que el volumen de deuda pública *viva* en el mercado es substancial, digamos que entre un 30 y un 60 por 100 del PIB, como es el caso en numerosas economías occidentales. El efecto convencionalmente esperado en los tipos de interés será un aumento de la demanda de crédito como resultado de la mayor actividad real, y por tanto un aumento de los tipos de interés. Por otra parte, la mayor actividad, y desde luego si se trata de un aumento sostenido, traerá consigo en muchos casos mayor empleo. Ello, a su vez, reducirá las prestaciones por desempleo, y posiblemente las jubilaciones anticipadas; en definitiva, se producirá una mejora de las cuentas públicas que previsiblemente redundará en una reducción de las necesidades de endeudamiento público, es decir, una reducción de la deuda *viva* en circulación. Pero este descenso de la demanda agregada de crédito en la economía traerá consigo una reducción del tipo de interés en el mercado de crédito, que, a su vez, reducirá la carga financiera de la deuda en las cuentas del Estado, reforzando el efecto descrito. El resultado combinado de ambos efectos —aumento de la demanda de crédito privado y descenso de la demanda de crédito público— es ambiguo, y en la práctica

puede ocurrir que los tipos de interés aumenten o que descendan (5). El resultado de los dos casos descritos —relajación monetaria y aumento autónomo de la demanda de bienes reales—, en términos de la correlación que estamos analizando entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento, será una correlación negativa en un caso y de signo indeterminado a priori en el otro. Además, si las perturbaciones son de signo opuesto —restricción monetaria o reducción autónoma de la demanda de bienes reales—, en términos de la correlación habríamos obtenido el mismo resultado: una correlación negativa en el primer caso y no definida en el segundo. Los dos casos anteriores se han analizado suponiendo que estamos por debajo del pleno empleo. Si suponemos que estamos por encima, sólo transitoriamente por supuesto, podemos efectuar un análisis similar, y el resultado es el mismo: correlación negativa entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento de la economía si la perturbación es monetaria, y no definida si se trata de una real. En resumen, fuera de la senda de crecimiento de equilibrio a largo plazo, lo que obtenemos en todos los casos es una correlación negativa, que por otra parte es la que habitualmente se supone que existe entre las dos variables analizadas, o como mucho ambigua. En la práctica, puede pensarse que lo más frecuente es estar o bien por encima del pleno empleo de recursos y el crecimiento de equilibrio o bien por debajo, siendo la situación de coincidencia exacta con la senda de crecimiento equilibrado poco habitual, puesto que la economía está sometida a perturbaciones constantes de todo tipo y signo. Así, podemos esperar encontrar una *correlación negativa entre tipo de interés y crecimiento* a corto y medio plazo en muchas ocasiones. Si analizamos

series históricas, el resultado final de la correlación analizada puede ser, por tanto, positiva, negativa o nula. De hecho, lo interesante empíricamente será encontrar casos de relación nula, pues eso mismo indica que, junto a la habitual correlación negativa, bien conocida y fundamentada, tiene necesariamente que estar influyendo otro efecto de sentido contrario, es decir, positivo, debido a la influencia positiva de la tasa de crecimiento real del PIB en el tipo de interés.

En la economía real, tan importantes como los equilibrios son las dinámicas que conducen a ellos y, en este caso, el plazo de tiempo; en otras palabras, si la velocidad de acercamiento al equilibrio es muy lenta —por poner un ejemplo, corrección anual de un 5 por 100 del desajuste—, dicho equilibrio puede incluso llegar a ser irrelevante en la práctica si nunca se alcanza. Es difícil creer, no obstante, que a largo plazo agentes económicos racionales no aceleren estos procesos de ajuste hacia una situación de equilibrio, por tanto óptima para ellos. Así, la situación real más probable es que la economía gire alrededor de su equilibrio, aunque, después de períodos a veces dilatados de tiempo, no se sitúe sistemáticamente por debajo o por encima de dicho equilibrio. Perturbaciones de todo tipo, no obstante, sí que afectarán de modo que el equilibrio sea más bien una situación promedio a lo largo del tiempo.

La digresión anterior es pertinente, puesto que cálculos muy someros indican que el equilibrio descrito es de largo plazo o, en otras palabras, que *la velocidad de ajuste hacia él es lenta* (Obstfeld y Rogoff, 1996). Así, igualmente relevante es preguntarse, *cómo se determina el tipo de interés de equilibrio a un plazo no tan largo*. La interacción entre oferta y de-

manda de ahorro es la respuesta más obvia; recuérdese que, a muy largo plazo, puede considerarse que oferentes y demandantes de ahorro coinciden, de modo que este mercado, en cierto sentido, «desaparece». Respecto a los factores que pueden determinar la oferta y demanda de ahorro en un país determinado, podemos agruparlos para ordenar el análisis en tres grupos: nacionales, y dentro de ellos públicos y privados, y exteriores. El sector público y sus patrones de ahorro es posiblemente la influencia más clara desde el punto de vista nacional, y aunque, de nuevo a muy largo plazo, su influencia pueda ser más o menos discutible, a plazos más cortos es bastante incuestionable que ejerce una influencia importante sobre la oferta y demanda de ahorro. Puede decirse al respecto que, en términos globales, estamos en un período de aumento del desahorro público: desaparición del superávit presupuestario en EE.UU., problemas de varios países para cumplir los criterios de déficit del pacto de estabilidad en la Europa del euro, etc. Así, puede esperarse una cierta presión al alza sobre el tipo de interés real. Las estimaciones empíricas existentes sobre este efecto, aunque coinciden en señalar su importancia prácticamente en todos los casos, ofrecen resultados bastante variables; así, las estimaciones sugieren que un aumento de un 1 por 100 de la deuda pública hace aumentar el tipo de interés real de 1 a 5 puntos básicos en terminología de mercado, es decir, porcentajes de punto. Además, y dado que lo relevante es el comportamiento de los agentes económicos mejor informados, que son los que gestionan directamente los fondos del mercado de ahorro, también es probable que hayan tenido en cuenta los aumentos esperados de los déficit públicos en ejercicios venideros; en definitiva, que tampoco podemos

asegurar que este impacto no haya tenido su efecto ya. Lo más probable, de todos modos, es que, en parte, efectivamente los mercados hayan descontado los desahorros futuros del sector público, presionando por tanto al alza los tipos de interés reales, y que, si se materializan los déficit aludidos, el impacto final sea mayor.

El último factor mencionado en el mercado de ahorro es el sector exterior. Si los mercados financieros y los de productos están suficientemente internacionalizados, los tipos de interés real tienden a igualarse entre los países considerados. Respecto a la integración financiera, caben pocas dudas referentes al menos a la mayoría de los países de la OCDE y, más concretamente, entre EE.UU. y Europa. La integración de los mercados reales es mucho más discutible. A pesar de ello, casi todos los estudios empíricos señalan una fuerte aproximación en los últimos años, por contraposición a los resultados llevados a cabo en la década de los años ochenta. En definitiva, los tipos de interés reales, especialmente los tipos definidos sobre títulos de deuda a medio y largo plazo, tienden a converger, especialmente entre EE.UU. y Europa. Además, casi todos los estudios señalan la preponderancia de los tipos norteamericanos, a pesar de la introducción del euro, aunque este efecto sea cada vez menor. En estas condiciones, el método más útil de análisis, en lugar de considerar los *factores nacionales* y *el tipo exterior* para determinar el tipo de interés real nacional como un promedio, consiste, alternativamente, en considerar la existencia de un mercado de oferta y ahorro mundial, en el que se determina un tipo de interés real mundial. Como se acaba de señalar, el factor más decisivo en este mercado global probablemente es el comportamiento del sector pú-

blico. Asimismo, ya se ha señalado también que la tendencia mundial es hacia el desahorro, es decir, hacia un aumento del *tipo de interés real mundial*, aunque parte de este desahorro probablemente ya haya sido anticipado por los mercados, y por tanto incorporado al tipo de interés real corriente.

En resumen, y de manera un tanto esquemática, la respuesta a la pregunta de este apartado es: el tipo de interés real tiende a estar próximo a la tasa de crecimiento de la economía, a su vez descomponible en tasa de crecimiento del empleo más tasa de crecimiento de su productividad (6). Esta relación, no obstante, se cumple en promedios históricos largos —de 5 a 15 años, por ejemplo—, y a plazos más cortos el mercado de oferta y demanda de ahorro es el determinante más próximo del tipo de interés. Dentro de él, el sector público juega un papel decisivo, y si los mercados financieros y reales están suficientemente integrados, este mercado tiende a globalizarse, de modo que es necesario analizar la determinación de un único tipo de interés mundial en dicho mercado agregado de oferta y demanda de ahorro.

#### IV. LA ESTIMACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS DE EQUILIBRIO

En principio, hay varios enfoques para estimar el tipo de interés a largo plazo. Quizás el más complejo estadísticamente, y también por eso mismo quizás el más discutible, es el *método puramente estadístico-econométrico*. Éste es el método preferentemente empleado por quienes definen el *tipo de interés de equilibrio* esencialmente como un tipo de referencia para la política monetaria; típicamente, un tipo de interés compa-

tible con una tasa de inflación estable, preseleccionada. Dentro de este enfoque, las variantes son amplias y diversas (7), aunque, en definitiva, todas ellas se basan en un análisis y explotación muy completa de la información contenida en series macroeconómicas determinadas (precios, crecimiento, etc.). Desde el punto de vista más general adoptado aquí, el tipo de interés de equilibrio se ha definido como el de *equilibrio de largo plazo* de la economía. En consecuencia, los métodos de estimación son considerablemente diferentes. Básicamente, hay dos métodos inmediatos, que se basan en el estudio histórico de tasa de crecimiento de la renta y en la curva de tipos. También, desde luego, pueden emplearse métodos más estadísticos incorporando modelos económicos, aunque estas estimaciones son mucho más complejas y sujetas, por tanto, a mayor discusión.

El método basado en el *estudio histórico de la tasa de crecimiento de la economía* se basa en dos puntos: a) la relación estrecha entre el tipo de interés real y el crecimiento real, analizada en el apartado anterior, y b) el supuesto de que, en promedio histórico, la economía está en equilibrio, siendo las desviaciones temporales la manifestación de un ciclo alrededor de dicho equilibrio. Este último supuesto es tan decisivo como el anterior y, en concreto, descarta la posibilidad de que la economía se acerque permanentemente al equilibrio, pero sin alcanzarlo nunca, lo que podría ocurrir, en principio, en un contexto de crecimiento si el equilibrio se alejara sistemáticamente del punto en el que se sitúa la economía. Este enfoque es susceptible de varias matizaciones que se comentan a continuación.

El método de estimación más elemental consiste en calcular una

*media histórica simple de la tasa de crecimiento de la renta*. Dado que la economía cambia con el tiempo, este método se puede mejorar, quizá, dando una mayor ponderación a las tasas de crecimiento más próximas en el tiempo al momento actual; los métodos de ponderación y las diferentes técnicas estadísticas son, por supuesto, variados y pueden llegar a adoptar una complejidad considerable. También es posible descomponer la tasa de crecimiento, a su vez, en la suma de dos tasas: a) la tasa de crecimiento del empleo, y b) la tasa de crecimiento de la productividad media del empleo. A largo plazo, y suponiendo que la tasa de participación de la población en el mercado de trabajo se estabiliza, se puede substituir el crecimiento en el empleo por el crecimiento de la población, punto en el que puede ser importante también tener en cuenta la inmigración. La tasa de crecimiento de la productividad, a su vez, se puede estimar independientemente mediante promedios históricos o, alternativamente, se pueden hacer simulaciones basadas en la inversión en investigación y desarrollo. Debe advertirse, no obstante, que esta descomposición puede introducir un elemento de error. La razón está en que, debido a los costes de despido y contratación, las empresas suelen asumir variaciones en su producción, al alza o a la baja, sin variar su empleo hasta que se confirme que la variación de la demanda es permanente y no puramente ocasional. De este modo se produce cierta compensación entre el empleo y la productividad, pues se mueven en direcciones opuestas. Así, finalmente, la estimación basada puramente en el crecimiento de la renta puede eliminar esta fuente de incertidumbre y ser, en consecuencia, más robusta.

El siguiente *método de estimación se basa en la curva de tipos*. Por ejemplo, si observamos un tipo de interés a dos años del 4 por 100 y otro a seis del 5 por 100, ambos de mercado, por puro arbitraje se define el tipo de interés de mercado a cuatro años dentro de dos, dado por  $(6 \times 5 \text{ por } 100 - 2 \times 4 \text{ por } 100)/4 = 5,5 \text{ por } 100$ ; la estimación exacta basada en el interés compuesto da un valor de 5,5036 por 100. Como una primera regla aproximada para estimar el tipo de interés real futuro, este método, al igual que el basado en la tasa de crecimiento de la economía, tiene atractivo: en primer lugar, es fácil de calcular y, en segundo, está basado en la hipótesis de que los participantes en los mercados financieros están bien informados, lo que en términos generales es indudablemente cierto, y por tanto suelen acertar en sus predicciones, lo que es mucho más opinable. En relación con este segundo supuesto, probablemente podemos aceptar que un análisis puramente objetivo de la economía, en promedio, no se equivoca demasiado, y hay numerosos ejemplos históricos que así lo atestiguan; sin embargo, cierta tendencia al *gregarismo*, posiblemente condicionada por factores institucionales, puede hacer que predominen con facilidad finalmente los análisis menos rigurosos. Así, la estimación de mercado sería discutible. Al respecto, conviene citar un trabajo pionero de Mishkin (1987), en el que analizó precisamente esta cuestión. Su primera observación, bastante definitiva, fue que la variabilidad del tipo de interés real estimado por el mercado —es decir, a plazo, o futuro cuando existe un mercado organizado específico— es del orden de cien veces superior a la del tipo de interés real finalmente observado: en otras palabras, aun en el supuesto de que en promedio la predic-

ción de mercado coincidiera con el valor observado —que se tratara de una predicción insesgada—, su variabilidad es tal que la hace inservible. Además, incluso comprobó que dicha predicción no solía coincidir demasiado con el valor observado, en promedio. Quizá, de todas formas, el balance algo pesimista de este estudio debe ser matizado por el hecho de que los datos analizados corresponden a Estados Unidos, y las conclusiones no tienen, por tanto, por qué ser válidas para otros países. Hay que señalar, además, que el estudio se llevó a cabo con el tipo de interés real a tres meses, que es mucho más volátil que los tipos a más largo plazo, entre otras cosas porque el mercado de dinero a ese plazo está muy intervenido por la autoridad monetaria.

La *estimación basada en el tipo de mercado implícito en la curva de tipos plantea otras dificultades*. El tipo de interés nominal a un plazo incorpora varios factores: en primer lugar, el tipo de interés real a ese plazo; en segundo lugar, la inflación esperada, también a ese mismo plazo; en tercer lugar, una prima de riesgo, especialmente en los tipos a largo plazo, debido a la volatilidad que sus posibles variaciones inducen en el precio y el valor de mercado de los bonos asociados a ese plazo. Estos dos últimos factores no son directamente observables, de modo que para obtener una estimación del tipo de interés real es necesario comenzar por estimaciones de la inflación esperada y de la prima de riesgo a esos mismos plazos. Respecto a la inflación, si bien a plazos relativamente próximos puede ser predecible con suficiente fiabilidad, lo es mucho menos a plazos largos y para períodos poco próximos. La prima de riesgo, a su vez, es difícil de estimar, al menos si tenemos en cuenta la diversidad de opiniones al respec-

to en la investigación aplicada; incluso hay autores que niegan su existencia, o consideran que su signo no es claro. Finalmente, y aun suponiendo que pudiéramos solventar estos dos problemas, debe señalarse que los títulos a diferentes plazos no son completamente sustituibles; de otro modo, sólo se emitirían a un único plazo. En otras palabras, hay inversores y emisores que prefieren determinados plazos o determinadas composiciones de su cartera según los plazos. Esto puede ocasionar cierta *segmentación* en los mercados a diferentes plazos, aunque teóricamente no exista ninguna restricción legal ni técnica para limitar la participación de determinados inversores o emisores en mercados específicos (8).

Además de los dos métodos comentados, hay que tener en cuenta *otro tipo de factores* que pueden influir sobre los tipos de interés reales de equilibrio, tal y como se ha analizado en el apartado anterior. Concretamente, la deuda pública y los tipos de interés exteriores. Respecto a *la deuda pública*, en general y excepto en casos extremos, podemos suponer que ejerce una presión al alza sobre el tipo de interés real de equilibrio. Respecto a su evolución, una parte está determinada por opciones políticas concretas —por ejemplo, descensos de impuestos, aumento de los gastos militares, etc.—, y otra está implícita en el sistema institucional: así, cuando el PIB desciende, el desempleo y las jubilaciones anticipadas tienden a aumentar, con lo que el gasto público, y en consecuencia la deuda pública, también lo hacen. En el momento actual, la deuda de varios países occidentales está aumentando, especialmente en EE.UU. y los principales países europeos, y posiblemente lo va a hacer más en el futuro inmediato. Otro punto mu-

cho más delicado es asignar un valor específico a este efecto: por un lado, la dispersión de los impactos obtenida en los estudios empíricos es muy amplia —valores en el rango de 1 a 5, como se ha señalado anteriormente—, y por otro, no puede descartarse que parte de estos efectos se hayan incorporado ya a los tipos de interés, pues los agentes financieros pueden haberlos anticipado.

El último factor a analizar es *la influencia de los tipos de interés externos*. En primer lugar, hay que distinguir con nitidez el análisis de los tipos de interés nominales y el de los reales. Respecto a los nominales, si las restricciones a la movilidad de capitales son escasas, tenderán a ser prácticamente iguales. No obstante, esto sólo es estrictamente cierto cuando el tipo de cambio es casi fijo, o muy estable. En otro caso, y aunque la movilidad sea prácticamente total, puede haber diferencias sustanciales debido a las expectativas de variaciones en el tipo de cambio, y también a que las inversiones en diferentes monedas no sean consideradas por los agentes financieros como perfectamente sustituibles; por ejemplo, porque para diversificar el riesgo de variaciones inesperadas en el tipo de cambio se opte por distribuir las inversiones internacionales en determinadas proporciones entre diferentes monedas. El análisis de los tipos de interés reales es más complejo; además de todos los factores señalados para el caso de los tipos nominales, ahora es necesario tener en cuenta el diferencial de inflación. Si los precios de un mismo bien en diferentes monedas coinciden y no varían, ya que el diferencial de inflación se compensa exactamente con una variación en sentido opuesto del tipo de cambio, en ese caso no se plantean problemas adicionales; es decir, si los mercados reales es-

tán perfectamente integrados, algo que es mucho más improbable que se cumpla en la práctica que la integración financiera. Si no es así, la inflación afecta de forma distinta a los inversores nacionales y a los exteriores: desde el punto de vista de un inversor japonés en bonos EE.UU., por poner un ejemplo actual, la tasa de inflación relevante es la japonesa, más bien que la norteamericana, siempre que la inversión y sus rendimientos vayan a repatriarse a Japón total o parcialmente. Así, y en pocas palabras, si la competencia en los mercados reales es acusada, de modo que los precios tienden a coincidir internacionalmente, los tipos de interés reales, además de los nominales, tenderán a coincidir. En otro caso, sin embargo, no tiene por qué ser así. A corto plazo es difícil que los precios de bienes reales tiendan a la igualdad rápidamente, mientras que a medio y largo plazo es mucho más probable que sí lo hagan. Esto puede contribuir a explicar por qué los diferenciales de tipos de interés reales a corto plazo, en la práctica, pueden ser mayores con frecuencia que los diferenciales de tipos reales a largo plazo.

Otro aspecto importante a tener en cuenta es *el tamaño de cada economía*, es decir, el PIB relativo. En el caso de una economía relativamente pequeña, su tipo de interés estará muy influido por el tipo vigente en los mercados internacionales. Si, además, dicha economía está muy integrada en los mercados financieros y reales mundiales, su tipo de interés nominal y real estará prácticamente dado por los correspondientes tipos mundiales. Cuando el tamaño de la economía en cuestión es significativo, el análisis es más complejo. En este caso, hay que considerar la influencia de los tipos en ambas direcciones, de modo que, aunque los tipos tien-

dan a la igualdad, es más o menos evidente que los factores nacionales que afectan a los tipos de un modo u otro tienen que ser relevantes, y por tanto deben ser tenidos en cuenta. En definitiva, este caso requiere un cambio de enfoque en el análisis y aconseja abordar el problema desde un punto de vista agregado, es decir, estudiar la determinación del tipo de interés agregado de los países considerados en función de los determinantes también agregados de esos países, como por ejemplo crecimiento, inflación, deuda pública, etcétera. (9).

En resumen, existen dos métodos básicos para estimar el tipo de interés de equilibrio: el primero consiste en estimar la tasa de crecimiento real de equilibrio a largo plazo —de pleno empleo de recursos, por tanto—, y el segundo en calcular los tipos de interés a largo plazo implícitos en la curva de tipos. La tasa de crecimiento se puede estimar como la media histórica, con grados crecientes de complejidad estadística, o por medio de estimaciones estadístico-económicas, más completas pero menos robustas. La estimación mediante la curva de tipos plantea la dificultad de estimar las primas de riesgo, además de que el mercado no siempre actúa de acuerdo con *los fundamentos*. Además, hay que tener en cuenta otros factores, principalmente la deuda y el déficit públicos y el sector exterior, especialmente a un plazo no tan largo como el que presupone el equilibrio de largo plazo.

## V. RIESGOS DE TIPOS DE INTERÉS AL ALZA

Dados los resultados empíricos presentados en el siguiente apartado, y el análisis de la economía mundial del FMI presentado en la

primavera de 2004, parece que *la evolución más probable de los tipos de interés reales es al alza*, aunque el plazo y la forma, abrupta o gradual, sea mucho más difícil de determinar; el FMI apuesta por el segundo semestre de 2004 y por una subida moderada y gradual. La pregunta siguiente es, ahora, qué efectos puede ocasionar el alza aludida si llega finalmente a materializarse. En primer lugar, hay que subrayar que *los efectos no tienen por qué ser simétricos*: para los acreedores, el alza es beneficiosa; para los deudores, es perjudicial, pero además, puede situarles en una situación de insolvencia, lo que en una segunda fase puede ocasionar problemas para los acreedores. En definitiva, un alza de los tipos de interés puede tener efectos negativos, en la medida en que las posiciones de los agentes —individuales, instituciones y países—, no estén equilibradas. Y es aquí precisamente donde reside el problema, pues es fácil identificar en la actualidad los puntos de vulnerabilidad. En primer lugar, en varios países occidentales *el endeudamiento agregado de las familias* ha aumentado considerablemente en la última década, en gran medida debido precisamente a la coyuntura de tipos de interés históricamente bajos. Ese endeudamiento se ha dirigido, fundamentalmente, a la adquisición de activos inmobiliarios, y valores bursátiles, especialmente en EE.UU. Por otra parte, y aunque la financiación inmobiliaria suele serlo a largo plazo —es decir, créditos de 15 a 30 años típicamente—, el tipo de interés es variable mayoritariamente, y suele estar ligado a la evolución de algún tipo de referencia a corto plazo. Así, en definitiva, el riesgo de un alza de los tipos de interés reales recae en los consumidores en primer lugar, y en segundo en sectores como el inmobiliario o el merca-

do de valores, ya que puede que los consumidores se vean obligados a deshacer sus inversiones en activos inmobiliarios y bursátiles, a bajo precio además, para hacer frente a la devolución de sus créditos; finalmente, el sector financiero puede estar expuesto también, como acreedor y financiador de la inversión inmobiliaria de los consumidores.

Desde el punto de vista más agregado de los países, de nuevo nos encontramos con que *hay numerosos países endeudados*, especialmente países en vías de desarrollo (por ejemplo, Brasil y Turquía); además, estos países presentan el agravante de que gran parte de su deuda *está definida a corto plazo, y en moneda extranjera* —dólares EE.UU. en gran medida—, lo que puede desencadenar la cadena habitual y bien conocida de efectos: un alza de tipos plantea dificultades en el pago de intereses debido a las necesidades de moneda extranjera que eso conlleva, lo que presiona a la baja la cotización exterior de la moneda nacional; esto mismo hace disminuir la confianza de los prestamistas internacionales, lo que agrava las presiones sobre su cotización exterior: los inversores externos tratarán de *deshacer posiciones* en dicha moneda; el resultado final es que los pagos externos de intereses y principal que deben efectuarse aumentarán como consecuencia del probable descenso en la cotización de la moneda nacional, llegando a una crisis en el peor de los casos. Esta última parte de la *cadena* de efectos, no obstante, no afecta a uno de los principales deudores mundiales, como es Estados Unidos, ya que su deuda externa está definida en gran medida en su propia moneda.

Las instituciones financieras que hayan explotado las posibili-

dades de *arbitraje en la curva de tipos* también pueden verse afectadas. Dado que el arbitraje con tipos a corto más bajos que los tipos a largo consiste en vender títulos a corto y comprarlos a largo, si esta operación no está cubierta, o *hedged*, un alza imprevista de los tipos a corto por parte de la autoridad monetaria provocará una pérdida, pues la adquisición de los títulos a largo deberá financiarse ahora con un tipo de interés más alto. Además, y en la medida en que dicha alza no se transmita a los tipos a más largo plazo, la posibilidad de este tipo de operación desaparecerá. Como parece que los tipos a corto, y especialmente los de medio plazo, están infravalorados respecto a los de largo plazo (véase el apartado siguiente), lo probable es que los tipos a largo no recojan todo el incremento de los tipos a corto.

Un último punto que debe señalarse hace referencia al *riesgo de crédito*. Un aumento del coste de la financiación puede ocasionar problemas a un prestatario con una posición financiera no muy saneada. Por ejemplo, un país emergente con un alto volumen de deuda externa o los bonos emitidos por una empresa con expectativas de ventas y beneficios dudosos, bonos a los que las empresas de calificación no otorgan puntuación debido a su alto riesgo, o *junk bonds*. Para cubrir este riesgo adicional, lo probable es que los prestamistas exijan un tipo de interés más alto, de modo que finalmente el tipo de interés soportado por este tipo de prestatarios subirá por un doble motivo: debido al alza general de los tipos y por el aumento del riesgo de crédito que suponen; técnicamente, los *spreads*, o diferenciales sobre los tipos sin riesgo, aumentarán.

Como resumen de este apartado, podemos decir que la evo-

lución más probable de los tipos de interés reales es al alza hacia fin de 2004, y que existe un riesgo apreciable para los consumidores de los países desarrollados, especialmente aquellos en los que la inversión inmobiliaria y en valores ha aumentado mucho. Además, existe un riesgo derivado para sus acreedores, es decir, las instituciones financieras en general. Desde el punto de vista sectorial, parece claro que el más expuesto es el sector inmobiliario, y aquellos productos de consumo cuya demanda se haya financiado con créditos cuyo tipo de interés esté ligado al corto plazo: bienes de consumo duradero, como por ejemplo automóviles. También es importante el riesgo para las empresas que hayan emitido bonos sin calificación, o *junk bonds*. Finalmente, existe un riesgo para los países en vías de desarrollo que estén fuertemente endeudados, especialmente si la deuda está definida en moneda extranjera, y un riesgo considerable, aunque menor, para el caso de Estados Unidos, país muy endeudado, pero cuya deuda está definida mayoritariamente en su propia moneda.

## VI. VALORES CORRIENTES VERSUS HISTÓRICOS

El análisis empírico de este trabajo se aborda como *el análisis de la sostenibilidad del valor actual de los tipos de interés*. El objetivo no es, por tanto, elaborar un modelo estadístico que permita contrastar teorías, ni determinar qué variables influyen en los tipos y cuáles no, ni tampoco efectuar una predicción de su evolución a corto plazo. El problema se enfoca pues por medio de la comparación de los valores actuales de los tipos con algún tipo de valor de referencia, considerado como de equilibrio en algún sentido. Visto

de otra manera, se trata de identificar el valor *natural* de los tipos de interés. Si los valores corrientes de los tipos resultan ser mayores que los de referencia, concluiremos que no son valores sostenibles y que, en consecuencia, su valor variará en el futuro, en un plazo no determinado.

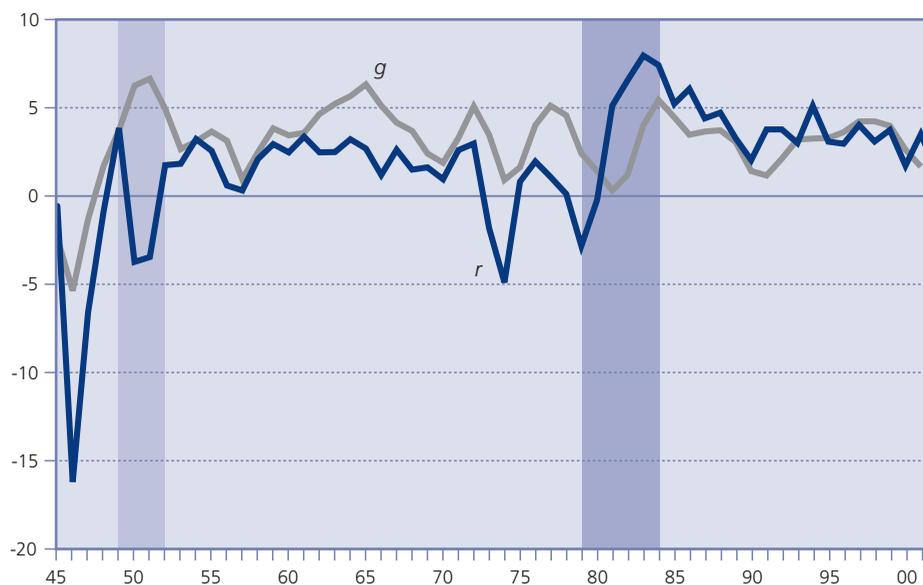
Un primer valor de referencia inmediato es el promedio histórico. Pero también es inmediato que este valor debe referirse, en todo caso, al tipo de interés real, ya que la evidencia a favor de que los tipos nominales recogen las variaciones de la inflación es abundante, además de estar plenamente justificada teóricamente, aunque es necesario precisar, que no está del todo claro que ese efecto sea completo ni teórica ni empíricamente (10). Por último, y como se ha visto en los apartados anteriores, existen razones teóricas sólidas para suponer que existe una asociación estrecha entre los tipos de interés reales de equilibrio y la tasa de crecimiento de la economía (también de equilibrio de pleno empleo). Prácticamente ninguna teoría económica discute este nexo, aunque sí su valor concreto y forma.

La *metodología empírica de este apartado* va a consistir en lo siguiente: en primer lugar, se analiza la relación comentada gráficamente, en los países más relevantes en el contexto internacional —EE.UU., y Reino Unido y Alemania como representativos de Europa—; otros casos, concretamente los de Japón, Francia, y el conjunto de Europa, se omiten, pues son similares a los mencionados. En segundo lugar, se analiza la sostenibilidad del nivel general de los tipos de interés a largo plazo y de la curva de tipos; para ello se toman como referencias el tipo de los bonos de empresa y el tipo de la deuda pública a 10 años (este es el

plazo de emisión más extendido, y otros tipos a más largo plazo, cuando existen, suelen evolucionar de modo muy similar). Todas las comparaciones se llevan a cabo frente a promedios históricos, primero teniendo en cuenta el diferencial respecto a la tasa de crecimiento, y después directamente (en ambos casos se analizan los tipos reales). Finalmente, se estudia la predicción implícita en la curva de tipos, o de mercado, para el valor a medio plazo de los tipos de interés a largo plazo; concretamente, la predicción para el valor de los tipos a ocho años, dentro de dos años o, alternativamente, para el valor de los tipos a siete años dentro de tres años, dependiendo de la disponibilidad de emisiones a dichos plazos en los diferentes países analizados. Para resumir los resultados obtenidos de alguna manera, se elaboran *tipos de interés mundiales*, ponderando los resultados de cada país por su PIB relativo al conjunto de países seleccionados, que cubren aproximadamente el 50 por 100 del PIB mundial y son, sin duda, los más representativos en los mercados financieros mundiales.

El gráfico 1 analiza la relación entre el tipo de interés real a largo plazo y la tasa de crecimiento para EE.UU. Es aparente la correlación positiva entre ambas variables para el período considerado (cerca de sesenta años). Existen algunos subperíodos claros, no obstante, en los que esta relación no se cumple (zonas sombreadas). Por ejemplo, entre los años 1949 y 1952 inclusive se observa una correlación negativa, debida a una relajación de la política monetaria en esos años, cuyo efecto inmediato es aumentar la inflación, reducir los tipos nominales y, consiguientemente, reducir notablemente los tipos reales corrientes. Por otra parte, entre los años 1979 y 1984 se observa una anticipación, aunque

GRÁFICO 1  
TIPO DE INTERÉS Y TASA DE CRECIMIENTO (ESTADOS UNIDOS)



r: tipo de interés real (tipo de la deuda a diez años-tasa de inflación corriente).  
g: tasa de crecimiento del PIB (media ponderada de tres períodos y centrada).

positiva, entre el tipo de interés real y el crecimiento. Una explicación probable es que en esos años se practicó una política monetaria marcadamente antiinflacionaria, de modo que una expectativa de mayor crecimiento real llevaba aparejada una contracción monetaria, y de este modo un alza del tipo de interés real. De todos modos, *la relación entre crecimiento y tipo de interés real se mantiene para la mayor parte del período considerado, al menos visualmente*. Un análisis econométrico más completo confirma en este caso la impresión visual: el tipo de interés real responde, con un coeficiente aproximadamente unitario, a las variaciones de la tasa de crecimiento, y ambas variables evolucionan a la par en el tiempo (11).

El gráfico 2 presenta un análisis equivalente para el caso del Reino Unido. Los resultados son también en este caso similares, y

confirman la relación entre tipo de interés y crecimiento.

El caso alemán, representado en el gráfico 3, es algo diferente, y se analiza como contraste a los anteriores.

De hecho, la impresión visual es que, de existir alguna relación entre ambas variables, es negativa. Además, y como se ha recordado en apartados anteriores, la relación contemporánea negativa entre tipo de interés y crecimiento puede explicarse con facilidad, y es la que normalmente se supone que se da, de acuerdo a los análisis habituales. Lo interesante de este caso es que un análisis econométrico más detallado muestra las limitaciones de una primera impresión visual de los datos. De hecho, ambas variables en este caso están relacionadas de forma dinámica más compleja, y de nuevo se en-

cuentra que, aunque la relación positiva no sea tan estrecha como en los casos de EE.UU. y el Reino Unido, existe y no deja lugar a dudas (12). Así, y tal como se señala en apartados anteriores, a pesar de la relación negativa contemporánea que pueda darse entre ambas variables, *la relación subyacente sigue siendo positiva*. Por último, los casos de Francia, Japón y el conjunto de Europa están entre los dos extremos analizados, aunque no de una manera tan clara, debido a que la relación estudiada es de largo plazo y las muestras disponibles son relativamente cortas, especialmente para Japón y el conjunto de Europa.

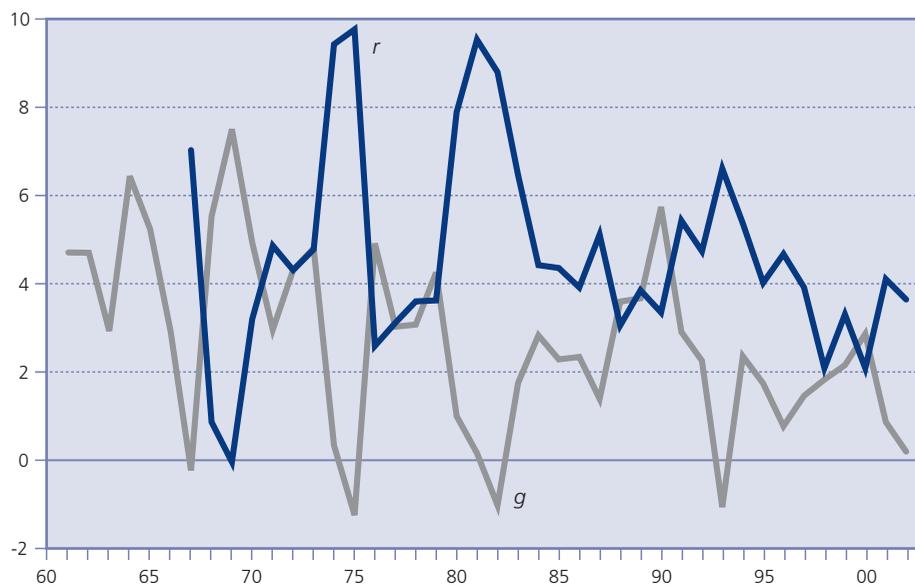
Pasando ahora al análisis de los *datos actuales de los tipos de interés* (marzo/abril de 2004), el cuadro n.º 1 presenta un resumen del panorama internacional relevante: la curva de tipos, representada

**GRÁFICO 2**  
**TIPO DE INTERÉS Y TASA DE CRECIMIENTO (REINO UNIDO)**



*r*: tipo de interés real (tipo de la deuda a diez años-tasa de inflación del periodo); retardado un año.  
*g*: tasa de crecimiento del PIB.

**GRÁFICO 3**  
**TIPO DE INTERÉS Y TASA DE CRECIMIENTO (ALEMANIA)**



*r*: tipo de interés real (tipo de la deuda a diez años-tasa de inflación del periodo).  
*g*: tasa de crecimiento del PIB.

CUADRO N.º 1

**TIPOS DE INTERÉS (Ti), CRECIMIENTO, E INFLACIÓN  
(Marzo/abril 2004)**

	Ti 3 meses	Ti 2 años	Ti 10 años	Ti Empr. (a)	Crecimiento (b) PIB	Inflación (b)
Estados Unidos .....	0,95	1,60	3,90	5,40	4,7	1,5
Japón .....	0,03	0,11	1,40	1,50	2,6	-0,2
Alemania .....	2,07	2,25	3,68	3,76	1,6	1,0
Francia .....	1,96	2,26	4,01	4,14	1,9	1,8
Reino Unido .....	4,26	4,40	4,65	5,70	3,0	1,5
Europa .....	1,96	2,28	4,10	3,96	1,8	1,7

Notas:

(a) Empr., tipo de los bonos empresariales; el resto son tipos de deuda estatal.

(b) Crecimiento e Inflación son predicciones para 2004 de la revista *The Economist*, de marzo.

por tres plazos relevantes en el mercado —corto plazo, tres meses; medio plazo, dos años, y largo plazo, diez años—; el nivel general de los tipos de interés a largo plazo, tomando como referencias el tipo a diez años de la deuda pública y el de los bonos empresariales; la tasa de crecimiento del PIB, y la tasa de inflación. En estos dos últimos casos se trata de predicciones elaboradas por la revista *The Economist* para el conjunto del año 2004, publicadas en marzo. Los valores concretos se refieren a promedios de los meses de marzo y abril, que es el momento en el que se elabora este análisis (13). Debe quedar sobreentendido que estos valores pueden variar substancialmente antes de fin de 2004, pero la metodología presentada aquí seguirá siendo plenamente aplicable a la nueva situación.

El cuadro n.º 2 presenta los mismos conceptos del cuadro número 1, pero ahora se trata de *promedios históricos*; el período está indicado en cada caso explícitamente, bajo el nombre del país concreto. El objetivo es elaborar a partir de aquí valores de referencia para los tipos de interés de equilibrio reales, y para los diferenciales de la curva de tipos. Como se ha comentado anterior-

mente, la comparación del nivel de los tipos se lleva a cabo de dos maneras: primero, comparando los tipos reales corrientes con el promedio histórico, descontando en ambos casos la tasa de crecimiento, y segundo, directamente omitiéndola. Quizás puede aducirse respecto a este método que plantea algunos problemas teóricos y estadísticos, pero no se puede negar que a la vez es relativamente robusto, precisamente por no incluir ningún tipo de supuesto más o menos complejo y siempre discutible. Por otro lado, gran parte de la discusión pública actual se centra precisamente en el bajo valor de los tipos *en relación*

con sus valores históricos. El planteamiento descrito es relevante, por tanto, aunque sólo sea para dar una respuesta más formal a la afirmación habitual referida (14).

Aunque el objetivo último del análisis empírico no sea analizar los datos del cuadro n.º 2, algunos resultados merecen ser destacados. En primer lugar, en todos los países *la media de los tipos a diferentes plazos es diferente, y en todos los casos aumenta con el plazo*; es decir, parece existir una prima de riesgo creciente asociada al plazo, pues de otro modo este hecho histórico es difícilmente explicable (más adelante se discute este punto con más detalle al analizar la curva de tipos). En segundo lugar, *el tipo de los bonos empresariales es superior al tipo de la deuda pública a largo plazo*, lo que confirma que el mercado percibe a los primeros como una inversión menos segura. En tercer lugar, y aunque esto no sea tan inmediato, también podemos observar que el tipo de interés nominal a largo plazo guarda una relación bastante clara con la suma del crecimiento real del PIB más la tasa de inflación, o, alternativamente, el tipo real mantiene una relación estrecha con el

CUADRO N.º 2

**TIPOS DE INTERÉS (Ti), CRECIMIENTO, E INFLACIÓN  
(Valores históricos)**

	Ti 3 meses	Ti 2 años	Ti 10 años	Ti Empr. (a)	Crecimiento (b) PIB	Inflación (b)
Estados Unidos (1885-1944) .....	n.d.	n.d.	3,83	5,00	4,27	1,31
Estados Unidos (1945-2003) .....	4,80	5,43	5,94	6,60	3,03	4,14
Japón (1980-2003) .....	3,19	3,98	4,61	4,85	2,90	1,34
Alemania (1968-2003) .....	5,10	6,54	7,06	7,43	2,39	3,13
Francia (1978-2003) .....	7,95	8,57	9,17	9,35	2,15	4,58
Reino Unido (1964-2003) .....	8,56	9,17	9,31	10,30	2,49	6,79
Europa (1985-2003) .....	7,02	7,83	7,30	n.d.	5,41	3,56

Notas:

n.d.: no disponible.

(a) Medias de valores históricos para el período señalado en cada país.

(b) El tipo de la deuda estatal en algunos casos es a tres años.

crecimiento real de la economía. Adicionalmente, y *excepto en EE.UU.*, el tipo de interés es superior al crecimiento del PIB en todos los países, especialmente si consideramos el tipo de los bonos empresariales. De todos modos, y en el caso de EE.UU., la diferencia con el tipo de los bonos empresariales no es significativa, y el bono seleccionado es el de mejor calificación de riesgo del mercado (bonos triple A). Por esta razón, tomando un índice de mercado que incorpore a todos los bonos, es probable que obtengamos el mismo resultado, es decir, un tipo de interés superior al crecimiento. Obsérvese que ésta es precisamente la implicación de la *eficiencia dinámica*, como se ha comentado en los apartados anteriores.

El cuadro n.º 3 presenta los primeros resultados relevantes para la comparación de los tipos actuales con sus valores históricos. En este caso, se resta la tasa de crecimiento de la economía relevante en cada caso. Los principales resultados se recogen en las columnas 3 y 6. El resultado generalizado es que *el valor actual de los tipos de interés a largo plazo es inferior a su promedio histórico*, excepto en el caso del Reino Unido. Este diferencial es más acusado, además, para los bonos empresariales que para la deuda pública, con la excepción de EE.UU. El diferencial es especialmente notable en Francia y Japón, pero no tanto en Alemania y Estados Unidos.

El cuadro n.º 4 presenta el mismo análisis que el n.º 3, *pero sin descontar la tasa de crecimiento*. Los resultados se mantienen, en general, aunque con algunas diferencias notables. En primer lugar, los tipos corrientes en Alemania resultan ahora considerablemente más bajos. Pero especialmente, en segundo lugar, los tipos en EE.UU.

CUADRO N.º 3

**DIFERENCIALES DE TIPOS: CORRIENTES-HISTÓRICOS**  
Tipo de interés real-tasa de crecimiento del PIB (columnas 1, 2, 4, y 5)

	BONOS EMPRESA			DEUDA PÚBLICA 10 AÑOS		
	Abril 04 (1)	Histórico (2)	Dif. (3) = = (1)-(2)	Abril 04 (4)	Histórico (5)	Dif. (6) = = (4)-(5)
Estados Unidos (1885-1944).....	-0,80	-0,58	-0,22	-2,30	-1,75	-0,55
Estados Unidos (1945-2003).....	-0,80	-0,57	-0,23	-2,30	-1,23	-1,07
Japón (1980-2003).....	-1,30	0,61	-1,91	-1,40	0,37	-1,77
Alemania (1968-2003).....	1,16	1,91	-0,75	1,08	1,54	-0,46
Francia (1978-2003).....	0,44	2,62	-2,18	0,31	2,44	-2,13
Reino Unido (1964-2003).....	1,20	1,02	0,18	0,15	0,30	0,12

resultan no ser tan bajos: de hecho, el tipo real de los bonos empresariales resulta estar ligeramente por encima de su promedio histórico, y el tipo de la deuda pública continúa siendo inferior, también respecto a su promedio histórico, aunque no tan acusadamente. No obstante, y si tomamos como referencia el período que termina al final de la primera guerra mundial —EE.UU. (I) en el cuadro n.º 4—, ambos tipos reales corrientes resultan estar aproximadamente *alineados* con el promedio histórico, después de todo. La razón de esta divergencia está en las elevadas previsiones de crecimiento para el año en curso de la economía norteamericana: según predicciones elaboradas en marzo por *The Economist*, 4,7 por 100 frente a promedios históricos del 3,03 por

100 reciente y el 4,27 por 100 para el período 1885-1944; véanse los cuadros n.ºs 1 y 2 (15). En cualquier caso, la divergencia no es profunda, pues solamente afecta al tipo de la deuda, y en 0,4 puntos porcentuales.

De la comparación de los resultados de los cuadros n.ºs 3 y 4 podemos extraer algunas conclusiones nítidas y otras más difusas. En primer lugar, los tipos de interés reales están bajos en relación con su valor histórico en Japón, Francia y Alemania, se descuenta o no la tasa de crecimiento, y especialmente en los dos primeros países. Además, la diferencia ronda entre 1 y 2 puntos porcentuales, lo que, teniendo en cuenta que el valor corriente de los tipos nominales a largo fluctúa alrededor

CUADRO N.º 4

**DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS REALES: CORRIENTES-HISTÓRICOS**

	Bonos empresa	Deuda 10 años
Estados Unidos (I) .....	0,21	-0,12
Estados Unidos (II) .....	0,20	-0,64
Japón .....	-2,21	-2,07
Alemania .....	-1,54	-1,25
Francia .....	-2,43	-2,38
Reino Unido .....	0,69	0,63

*Notas:*  
(I) El período histórico es el indicado en la tablas anteriores para cada país.  
(II) El valor corriente se refiere a marzo-abril de 2004.

del 4 por 100, es una infravaloración considerable. En el Reino Unido, por el contrario, los tipos de interés están aproximadamente alineados con sus valores históricos, e incluso puede que estén por encima, si no descontamos la tasa de crecimiento.

Respecto a EE.UU., las conclusiones son algo más matizadas, y varían desde la infravaloración del tipo de la deuda a 10 años en relación con el promedio histórico reciente, si descontamos además las tasas de crecimiento, hasta la ligera sobrevaloración del tipo real de los bonos empresariales en 0,2 puntos por 100, comparándolo también con el promedio reciente. Respecto a la relevancia relativa de ambos períodos históricos —antes y después de 1945—, probablemente el volumen de las emisiones en relación con el PIB antes de 1945 era mucho menor que el actual, lo que hace más representativo al pasado histórico reciente. Por otra parte, el período reciente engloba tres subperíodos específicos: 1º) del final de la Segunda Guerra Mundial a 1977, período de política monetaria acomodaticia, alto crecimiento real e inflación, y tipos nominales bajos; 2º) de 1977 a 1986 aproximadamente, período de restricción monetaria con tipos nominales y reales de interés altos, y 3º) el último período propiamente dicho, que comprende los últimos 10 ó 15 años, de crecimiento real alto, inflación baja y tipos nominales bajos también. No es evidente cuál es la influencia que pueden tener estos subperíodos en el promedio histórico y si esto supone una distorsión apreciable. En conjunto, y por razones de proximidad y de profundidad del mercado, probablemente lo más razonable es ceñirse a la historia reciente. Por otra parte, precisamente en el caso de EE.UU. la correlación entre crecimiento y

CUADRO N.º 5

**DIFERENCIALES DE LA CURVA DE TIPOS: CORRIENTES-HISTÓRICOS**

	Ti (10a-2a)			Ti (10a-3m)		
	Abril 04 (1)	Histórico (2)	Dif. (3) = = (1)-(2)	Abril 04 (4)	Histórico (5)	Dif. (6) = = (4)-(5)
Estados Unidos (1945-2003) .....	2,30	0,51	1,79	3,95	1,14	2,81
Japón (1980-2003) .....	1,29	0,63	0,56	1,37	1,42	-0,15
Alemania (1968-2003) .....	1,43	0,48	0,95	1,61	1,92	-0,31
Francia (1978-2003) .....	1,75	0,60	1,15	2,05	1,22	0,83
Reino Unido (1964-2003) .....	0,25	0,14	0,11	0,43	0,75	-0,32
Europa (1985-2003) .....	1,83	-0,53	2,36	2,15	0,28	1,87

Notas: (a) En todos los casos tipos de deuda pública; (b) 10a, 2a, 3m: diez años, dos años, y tres meses; respectivamente.

tipo de interés, ambos reales, es notable (véase el gráfico 1), aunque lo sea a medio plazo (de hecho, tal como predice la teoría). Así, si tenemos que seleccionar un dato, lo más plausible es retener la experiencia reciente descontando la tasa de crecimiento, de modo que el tipo de la deuda a 10 años estaría infravalorado 1 punto por 100, y el de los bonos de empresa prácticamente alineado con el promedio histórico.

El siguiente punto a analizar es *la curva de tipos*. El enfoque que se sigue aquí es comparar los tipos nominales a diferentes plazos con el tipo a largo, de modo que, para obtener conclusiones respecto al valor absoluto de los tipos a diferentes plazos, sería necesario tener en cuenta los resultados ya obtenidos respecto a los tipos a largo. En consecuencia, el cuadro n.º 5 recoge la información relevante al respecto en forma de diferenciales. Respecto a *los tipos a medio plazo*, representados por emisiones a dos años, la conclusión es clara: los tipos *están infravalorados en relación con los de largo plazo*, y por un considerable margen en EE.UU. y en el conjunto de Europa. De nuevo, en el caso del Reino Unido, sin embargo, la situación es acorde con los patrones históricos, y el tipo a dos años

no está infravalorado respecto al de diez. Los tipos a corto plazo (tres meses), sin embargo, presentan un cuadro menos uniforme: están muy infravalorados en EE.UU., bastante en el conjunto de Europa y ligeramente sobrevalorados en Japón, Alemania y Reino Unido, siempre en relación con el tipo a diez años, claro está.

Finalmente el cuadro n.º 6, presenta las predicciones implícitas en la curva de tipos para un tipo de interés a medio/largo plazo (16). Si consideramos que los tipos de interés de mercado a diferentes plazos recogen únicamente las primas de riesgo por plazo y las expectativas, bien sea sobre el tipo de interés real, la inflación, o sobre ambos, podemos extraer una predicción para los tipos de interés nominales implícita en los valores de mercado a diferentes plazos, siempre que dispongamos de una estimación adecuada de la prima de riesgo. Este último punto es crucial para obtener una estimación correcta de la predicción de mercado: si no tenemos en cuenta las primas de riesgo bajo el supuesto implícito de que no existen o son nulas, resulta que cualquier curva de tipos creciente con el plazo implica una predicción de los tipos al alza. Si, por otra parte, observamos de nuevo el cuadro nú-

CUADRO N.º 6

## PREDICCIONES DE TIPOS DE INTERÉS: CURVA DE TIPOS

	Previsión (I) (1)	Actual (II) (2)	Diferencia (3) = (1)-(2)
Estados Unidos.....	3,23	3,45	-0,22
Japón.....	0,14	0,98	-0,84
Alemania.....	1,76	3,67	-1,91
Francia.....	3,08	3,20	-0,18
Reino Unido.....	4,47	4,53	-0,06
Europa.....	3,97	3,68	0,29

Notas: (I) La previsión de la col. (1) se refiere a tipos a siete u ocho años dentro de tres o dos respectivamente, según los casos, y está obtenida a partir de la curva de tipos en marzo-abril de 2004 (véase el método en la nota 16).  
(II) El valor actual hace referencia a tipos a cinco o siete años según los casos, en marzo-abril de 2004.

mero 2, históricamente los diferenciales de tipos han sido sistemáticamente positivos con el plazo. La implicación sería, por tanto, que históricamente las predicciones del mercado siempre han estado por encima de los valores que efectivamente han ocurrido o, en otras palabras, que el mercado predice sistemáticamente los tipos con un sesgo al alza. Teniendo en cuenta que el cuadro n.º 2 recoge períodos que en algún caso son de sesenta años y los países más significativos del mundo, esta interpretación es, simplemente, inaceptable. Supondremos, por tanto, que existen primas de riesgo y que *el mercado* las tiene en cuenta al predecir.

Si, por último, creemos que *el mercado* dispone de toda la información relevante, y por tanto sus predicciones son en promedio ciertas, o al menos las mejores posibles, ésta es la predicción que debemos aceptar para los tipos de interés como más plausible. El cuadro n.º 6 presenta estas predicciones: según los valores presentados, *el mercado cree que el tipo de interés a mediolargo plazo va a descender* algo en casi todo el mundo, especialmente en Alemania, y va a subir ligeramente en el conjunto de Europa. Estos resultados están en franca discrepancia con los anteriores, y con los comentarios ha-

bituales que aparecen en los medios especializados, de lo que se deduce que, o bien a) todos los análisis y expertos están equivocados, y *el mercado* sabe algo decisivo que los demás no saben, o bien b) *el mercado* se equivoca por un amplio margen. Ambos casos no parecen plausibles, pues los expertos son parte del mercado después de todo, y éste último, es decir, los participantes en él, pueden equivocarse, pero no es creíble que la discrepancia sea tan completa. De este modo, sólo queda una tercera interpretación posible: las inversiones a diferentes plazos no son perfectamente sustituibles o, lo que es lo mismo, diferentes agentes intervienen en diferentes mercados, de modo que éstos resultan estar relativamente segmentados (recuérdese que si los bonos a diferentes plazos fueran perfectamente sustituibles, no existiría ninguna razón práctica para justificar la existencia de emisiones a diferentes plazos). En el caso actual, esto implica que *hay una preferencia por la inversión a un plazo de dos años que hace subir los precios de los bonos a ese plazo respecto a los de diez*, y por consiguiente reduce su tipo de interés asociado. El origen de esta preferencia, sin embargo, no está tan claro, y puede tratarse de inversores privados o también de intervenciones de política monetaria.

Para facilitar una síntesis de las conclusiones más relevantes de este apartado, el cuadro n.º 7 presenta un resumen de los resultados reflejados en las tablas anteriores, dando a cada país una ponderación acorde con su PIB. Obtenemos así, y sólo en cierto sentido, un análisis del *tipo de interés mundial*. Debe subrayarse que este concepto es sólo una aproximación, pues o bien los mercados están perfectamente integrados, en cuyo caso todos los tipos serían iguales en los diferentes países o, alternativamente, si no se da la integración perfecta, tampoco tiene sentido el concepto de tipo de interés único, o mundial, desde un punto de vista estricto.

Los resultados del cuadro n.º 7 muestran una infravaloración del tipo de interés a largo plazo que puede variar entre 0,6 y 1,1 puntos porcentuales, según los casos. Teniendo en cuenta que los tipos nominales a largo en la actualidad fluctúan alrededor del 4 por 100, esta infravaloración es, además,

CUADRO N.º 7

## DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS MUNDIALES: CORRIENTES-HISTÓRICOS

Ti (10a-2a).....	1,28
Ti (10a-3m).....	0,217
Tipo real-crecimiento PIB: Bonos empresariales.....	-0,729
Tipo real-crecimiento PIB: Deuda a diez años.....	-1,134
Tipo real: Bonos empresariales.....	-0,593
Tipo real: Deuda a diez años.....	-1,02
Predicción de la curva.....	-0,508

Notas:

(a): Tipos de interés Ti.

(b) El valor corriente se refiere a un promedio de marzo-abril de 2004.

(c) Las ponderaciones para cada país están obtenidas de organismos internacionales, valorando el PIB en paridades del poder de compra.

substantial. Respecto a la curva de tipos, la infravaloración del tipo a dos años es considerable, pero no tanto la del tipo a corto (tres meses). Finalmente, la predicción implícita en la curva de tipos parece indicar que el mercado espera un descenso del tipo a medio plazo, lo que, como se ha analizado, induce a pensar que no es ésa la predicción de mercado, sino que, más bien, refleja una sustituibilidad imperfecta de las inversiones a diferentes plazos. Debe señalarse, por último, que todos los análisis efectuados se refieren al valor de los tipos en abril-marzo de 2004, y que antes de fin de año los tipos pueden variar, probablemente al alza; de ser así, esto no haría más que confirmar el análisis de este apartado. En otro caso, el método de análisis seguiría siendo válido, en principio, pero su confirmación empírica quedaría pendiente de la evolución ulterior de los tipos, el crecimiento y la tasa de inflación en los diferentes países considerados.

## VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En la primavera de 2004, y en un contexto internacional de tipos de interés históricamente bajos propugnados por los principales bancos centrales del mundo, las expectativas para los tipos de interés eran al alza. Dichas expectativas estaban fundamentadas en los incrementos de los déficit públicos en EE.UU. y en Europa, y en una aceleración, aparente pero generalizada, del crecimiento real. Especialmente esto último se esperaba que condujera a una política monetaria menos relajada. Este artículo ha propuesto abordar el análisis de esta situación a través de cuatro preguntas y un análisis de los datos históricos de tipos de interés, inflación y crecimiento para las prin-

cipales economías del mundo. Los principales análisis y resultados obtenidos son:

**1.** Mantener los tipos nominales de interés más bajos de lo que requeriría un equilibrio estable plantea problemas institucionales considerables. Además, siempre existe el riesgo de que este intento desencadene una hiperinflación, en cuyo caso, y aparte de sus costes obvios, sería difícil mantener los tipos nominal y real en valores estables. Alternativamente, y lo que parece estar más acorde con la realidad actual, puede que incluso una política monetaria muy laxa vaya acompañada de deflación, lo que impediría el descenso del tipo de interés real. Aun suponiendo que las dificultades anteriores fueran evitables, esto implicaría una situación poco eficiente económicamente: rentabilidad del capital inferior a la tasa de inversión, o inversiones poco rentables e ineficientes incluso. Así, podemos concluir que parece *poco practicable mantener tipos de interés nominales, y especialmente reales, en contra de los criterios del mercado durante periodos prolongados. A corto y medio plazo, no obstante, existe margen para la actuación de la política monetaria sobre el ciclo económico.*

**2.** *El tipo de interés real tiende a estar próximo a la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo. Esto, no obstante, se cumple en promedios históricos largos, y a plazos más cortos el mercado de ahorro es el determinante más próximo del tipo de interés. Dentro de él el sector público juega un papel decisivo, y si los mercados financieros y reales están suficientemente integrados, este mercado tiende a globalizarse, de modo que es necesario analizar la determinación de un único tipo de interés mundial, más bien que los diferentes tipos nacionales.*

**3.** Hay dos métodos básicos para estimar el tipo de interés de equilibrio: *estimar la media de la tasa de crecimiento real y calcular los tipos de interés a largo plazo implícitos en la curva de tipos.* La tasa de crecimiento se puede estimar como la media histórica, con grados crecientes de complejidad estadística. La estimación mediante la curva de tipos plantea la dificultad de estimar las primas de riesgo, además de que el mercado no siempre actúa de acuerdo con *los fundamentos*. Otros factores a tener en cuenta son la deuda y el déficit públicos, y el sector exterior, especialmente a un plazo no tan largo como el que presupone el equilibrio de largo plazo.

**4.** Existe un *riesgo* apreciable para los consumidores de los países desarrollados, especialmente aquellos en los que la inversión inmobiliaria y en valores ha aumentado mucho. Además, existe un *riesgo derivado* para sus acreedores, es decir las instituciones financieras, en general, y para el sector inmobiliario. El riesgo es importante también para las empresas que hayan emitido bonos sin calificación, o *junk bonds*. Finalmente, existe un *riesgo para los países que estén fuertemente endeudados*, especialmente si la deuda está definida en moneda extranjera —países en vías de desarrollo—, y un riesgo considerable, aunque menor, para el caso de Estados Unidos, país muy endeudado, pero cuya deuda está definida mayoritariamente en su propia moneda.

**5.** El análisis de las series históricas muestra *una infravaloración del tipo de interés mundial a largo plazo que puede oscilar entre 0,6 y 1,1 puntos porcentuales.* Teniendo en cuenta que los tipos nominales a largo en la actualidad fluctúan alrededor del 4 por 100, esta infravaloración es, además,

substantial. La *infravaloración del tipo a dos años es considerable*, pero no tanto la del tipo a corto. Finalmente, la predicción implícita en la curva de tipos parece indicar que el mercado espera un descenso del tipo a medio plazo, lo que induce a pensar que no es ésa la predicción de mercado, sino que, más bien, refleja una sustituibilidad imperfecta de las inversiones a diferentes plazos. Debe señalarse, por último, que todos los análisis efectuados se refieren al valor de los tipos en abril-marzo de 2004, y que antes de fin de año los tipos pueden variar, probablemente al alza: de ser así, esto no haría más que confirmar el análisis de este trabajo.

Como es natural, quedan numerosas cuestiones pendientes por clarificar. Algunas de ellas son: a) estimación de la tasa de crecimiento real de equilibrio de pleno empleo, y análisis de su relación con el tipo de interés real; b) análisis del tipo de interés mundial en un mundo muy interrelacionado; c) estimación estadística más precisa de los impactos de diferentes variables en el tipo de interés, y d) efecto de políticas monetarias laxas sobre el tipo de interés real y la curva de tipos.

#### NOTAS

(1) Los estatutos fundacionales de la Reserva Federal norteamericana le obligan a tener en cuenta los objetivos de control de precios y estímulo del crecimiento real. Por el contrario, los estatutos del Banco Central Europeo establecen como objetivo primordial el control de la inflación. Normalmente, por otra parte, las autoridades suelen intentar alcanzar estos objetivos de forma más o menos sistemática, lo que en la práctica permite estimar una *función de reacción* de las autoridades monetarias de acuerdo con ambos objetivos (inflación y crecimiento). Técnicamente, a estas funciones se les denomina *reglas de Taylor*. SHILLER (1979) estudió esta misma cuestión, es decir, la posibilidad de que los bancos centrales no puedan controlar el tipo de interés, desde un punto de vista estadístico.

(2) El efecto de la tasa de crecimiento ofrece otro ejemplo similar: a medio plazo,

un aumento conduce a una mayor tasa de ahorro, pues el crecimiento sostenido recae en las generaciones jóvenes que ahorran más. La oferta de ahorro aumentará y el tipo de interés descenderá. A largo plazo, el efecto es justamente el opuesto, como se verá en este apartado.

(3) Compárese, por ejemplo, con el enfoque del tipo de cambio de equilibrio basado en el supuesto de la paridad del poder de compra: es decir, el tipo de cambio es aquel que iguala el precio de un bien en dos monedas distintas, y si los mercados de ese bien son competitivos entre esos dos países, debe cumplirse. A pesar de que este enfoque sea de aplicabilidad limitada en la práctica, al menos proporciona una guía clara, un *anchor*, para ordenar la discusión.

(4) Esta igualdad entre tipo de interés real y tasa de crecimiento real es un resultado obtenido también por Von Neumann en el contexto de un modelo de crecimiento multisectorial, y en la literatura se denomina *regla de oro del crecimiento*. Mas adelante veremos que existen motivos para pensar que el tipo de interés será superior. Por último, estos resultados se obtienen siempre que los consumidores tengan un horizonte temporal infinito. En otro caso, como el modelo de generaciones sucesivas especialmente, se obtiene una relación positiva, pero el tipo de interés puede ser mayor, menor o igual que el crecimiento.

(5) En términos del modelo IS-LM, un aumento de la actividad privada supone un desplazamiento a la derecha de la IS; la reducción de las necesidades de endeudamiento público implica una disminución del volumen de bonos públicos en manos privadas, lo que supone una reducción de su riqueza, y por tanto un descenso de la demanda de dinero (gráficamente, un desplazamiento de la LM hacia la derecha). El resultado final puede perfectamente ser un aumento del nivel de actividad y una reducción del tipo de interés de equilibrio.

(6) Precisamente, y siguiendo este enfoque, una regla rápida para ver si la política monetaria es expansiva o no es comparar el tipo de interés nominal a corto plazo, controlado por la autoridad monetaria, con la tasa de crecimiento nominal del PIB: si el tipo de interés es superior, la política monetaria es restrictiva, y a la inversa.

(7) En la literatura econométrica se han propuesto diversos métodos para estimar este tipo de interés. Dos de los más frecuentes son el filtro de Kalman y descomposiciones al estilo de Blanchard.

(8) Los ejemplos más claros de este fenómeno son dos: el mercado a largo plazo, tradicionalmente dominado por instituciones de inversión colectiva centradas en la provisión de pensiones —mercado de *viudas y huérfanos*, en terminología anglosajona—, y el mercado a corto plazo, en el cual la autoridad monetaria juega un papel determinante.

(9) El primer intento de este tipo se debió a BARRO y SALA (1990), aunque en ese período los estudios de cointegración, en general, rechazaban la integración mundial de los tipos reales; hoy día, sin embargo, tienden a aceptarla. Por otra parte, la ponderación de Barro fue algo *naïve*, y quizá la técnica de cointegración permite una estimación mejor del componente tendencial común en los tipos de interés reales, que puede identificarse, en cierto sentido al menos, con «el tipo de interés real mundial» (véase, por ejemplo, LEE, 1998). Claro que esta *tendencia subyacente* no es más que una elaboración estadística sin contrapartida real clara, pero al menos puede ser útil como primera aproximación.

(10) El efecto Mundell-Tobin, según el cual aumentos de la inflación sólo se recogen parcialmente por el tipo de interés nominal, de modo que el tipo de interés real desciende, se justifica teóricamente cuando la economía está por debajo del equilibrio de pleno empleo. Por otra parte, existe una abundante literatura empírica que confirma su existencia en muchos casos, lo que no es de extrañar teniendo en cuenta que las economías no siempre están en situación de pleno empleo (véase, por ejemplo, GREGORY y WATT, 1995).

(11) Para el tipo de interés real se obtiene una relación de largo plazo de equilibrio en el sentido de la cointegración, con un coeficiente de 0,8 para el efecto del crecimiento sobre el tipo real, que es próximo a la unidad, como se supone implícitamente en el análisis elaborado en esta sección. El coeficiente es significativo, el *t-ratio* de la relación de equilibrio (cointegración) es superior a 4,0, y el período de estimación es 1945-2002. Para el tipo de interés nominal se obtiene una relación de equilibrio a largo plazo, en el mismo período, con un coeficiente para la inflación de 1,2, y de 0,9 para la tasa de crecimiento del PIB; el coeficiente superior a la unidad para la inflación puede justificarse por medio del efecto Darby.

(12) Para el tipo de interés real se obtiene una relación de largo plazo de equilibrio en el sentido de la cointegración, con un coeficiente de 0,8 para el efecto del crecimiento sobre el tipo real, que es próximo a la unidad como en el caso de EE.UU. El coeficiente de impacto de corto plazo, sin embargo, es -0,7. El período de estimación es 1968-2002.

(13) Las medias históricas de los tipos de interés corresponden a promedios de los valores de apertura y cierre en sus correspondientes mercados secundarios, cuando estos valores están disponibles. El tipo de los bonos empresariales para EE.UU. corresponde a bonos con calificación triple A, emitidos a 10 años (media de los datos ofrecidos por S&P y Moody's). En el resto de los países, la fuente utilizada no ofrece detalles, probablemente porque no tienen una calificación específica y los plazos son variados. En este sentido, son algo más representativos del conjunto del mercado.

(14) Desde el punto de vista estricto del análisis de cointegración, ninguna de las dos variables consideradas tiene media constante, pues ambas son tendencias estocásticamente. A pesar de ello, la media de su diferencia es constante, siempre que estén *cointegradas* a largo plazo y el coeficiente de largo plazo que las relacione sea la unidad. Esto último no siempre se cumple con exactitud, pero también es cierto que el análisis de cointegración no puede tomarse literalmente, pues con casi 200 años de observaciones —por ejemplo, para EE.UU.—, se observa que tanto el crecimiento como el tipo de interés real tienen varianzas finitas, lo que es incompatible con una raíz unitaria. Un método alternativo consistiría en estimar un modelo y calcular la media de las variables explicativas, lo que nos daría la media del valor ajustado al sustituirlas en el modelo. Aparte de ser menos robusto, debido a posibles errores de especificación, este método plantea un problema de interpretación adicional: si se observa un valor de la variable explicada bastante alejado de la predicción, no se sabe si falla el modelo o la variable explicada va a *volver* con rapidez al valor predicho por el modelo.

(15) Si designamos por  $r_a$  y  $r_h$ , respectivamente, los tipos de interés reales actuales e históricos, y similarmente  $g_a$  y  $g_h$  para las correspondientes tasas de crecimiento, obtenemos que  $(r_a - g_a) - (r_h - g_h) = (r_a - r_h) - (g_a - g_h)$ .

Así, cuando  $(g_a - g_h) > 0$ , se cumple que  $(r_a - g_a) - (r_h - g_h) < (r_a - r_h)$ , y al revés si  $(g_a - g_h) < 0$ .

(16) El método para obtener la predicción implícita en la curva de tipos para el va-

lor futuro de un tipo de interés es sólo aproximado, y se indica someramente a continuación. Aunque, por supuesto, no se trata más que de una primera aproximación, quizás algo rudimentaria, no es menos cierto que los resultados cualitativos del cuadro número 6 son incontestables. Vamos a suponer que el tipo de interés a tres meses,  $y_{3m}$ , es el tipo sin riesgo. La prima de riesgo a diez años,  $p_{10}$ , y el correspondiente tipo,  $y_{10}$ , cumplirán, por definición,

$$y_{10} = y_{3m} + p_{10}$$

Similarmente, podemos definir para el tipo a plazo implícito en la curva de tipos, a ocho años dentro de dos,  $y^2_8$ ,  $y^2_8 = y_{3m} + p^2_8$ . Por otra parte, y linealizando la expresión que define el tipo implícito en la curva, tenemos,

$$.2 \times y_2 + .8 \times y^2_8 = y_{10}$$

A partir de aquí, y por simples sustituciones, obtenemos las relaciones entre las primas de riesgo consideradas y el tipo implícito. Las primas de riesgo pueden estimarse como la media histórica de las diferencias entre los correspondientes tipos, y así podemos estimar la prima de riesgo asociada al tipo a plazo. Finalmente, el valor implícito en la curva de tipos se obtiene inmediatamente a partir de la expresión anterior, y la previsión del tipo a ocho años dentro de dos, como la diferencia entre el tipo implícito,  $y^2_8$ , y la prima de riesgo asociada,  $p^2_8$ . En el cuadro n.º 6, este valor se compara con tipos de cinco a siete años dependiendo de los títulos existentes en cada país.

## BIBLIOGRAFÍA

- BARRO, R., y SALA, X. (1990), «World real interest rates», *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*.
- BLINDER, A. (1998), *Central Banking in theory and practice*, MIT Press, Cambridge.
- CAGAN, P. H. (1956), «The monetary dynamics of hyperinflation», en FRIEDMAN, M. (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI— (2004), *World Economic Outlook*, abril, Washington.
- GREGORY, A., y WATT, D. (1995), «Sources of variation in international real interest rates», *The Canadian Journal of Economics*, volumen 28: 120-140.
- LEE, J. (1998), «On the world real interest rate», Institute of Economic Research, Seoul National University, *Working paper*.
- MISHKIN, F. (1987), «Can futures market data be used to understand the behaviour of real interest rates?», *Working paper*, n.º 2400, National Bureau of Economic Research.
- OBSTFELD, M., y ROGOFF, K. (1996), *Foundations of international macroeconomics*, The MIT Press.
- SHILLER, R. (1979), «Can the Fed control real interest rates?», *NBER, Working paper*, n.º 348.
- WICKSELL, K. (1907), «The influence of the rate of interest on prices», *The Economic Journal*, junio: 213-220.



---

COLABORACIONES

**IV.**  
**COMPETENCIA, GOBIERNO,  
EFICIENCIA Y TECNOLOGÍA EN LAS  
ENTIDADES FINANCIERAS**

## Resumen

Este trabajo sitúa el problema del gobierno de las entidades bancarias en el contexto de los modelos más aceptados. Se discuten los estereotipos de clasificación geográfica de modelos de gobierno y su difícil ajuste para el caso de las entidades bancarias. Los bancos responden tanto ante sus accionistas como ante otros grupos de interesados (*stakeholders*) y presentan peculiaridades que convierten al regulador en un agente importante. Finalmente se discute el modelo de gobierno que afecta a las cajas de ahorros y su evolución reciente, como elemento diferencial claro del sistema financiero español, y se muestra evidencia empírica de la potencia que tienen los diversos mecanismos de control en este contexto.

*Palabras clave:* gobierno corporativo, cajas de ahorros, bancos, regulación bancaria.

## Abstract

This article analyzes the practice of financial institutions within the framework of the most accepted corporate governance models. Some stereotypes concerning the geographical classification of governance models are also discussed, along with their application to financial institutions. Banks' accountability to shareholders and other stakeholders presents certain peculiarities that confer a key role to regulatory agencies. Finally, this essay discusses a model of governance applicable to Spanish savings banks, a unique element of our financial system, and their recent evolution. Furthermore, some empirical evidence of the power that control mechanisms exert within this context is also shown.

*Key words:* corporate governance, savings banks, banking, regulation.

*JEL classification:* G21, G34, G38.

# EL GOBIERNO DE LAS ENTIDADES BANCARIAS: SU EVOLUCIÓN Y EL CASO DE LAS CAJAS DE AHORROS

Rafel CRESPI CLADERA

*Universitat de les Illes Balears*

Miguel Á. GARCÍA CESTONA

*Universitat Autònoma de Barcelona*

## I. INTRODUCCIÓN

EN la actualidad, existen diferentes corrientes entre los economistas a la hora de abordar los problemas de gobierno empresarial, siendo, no obstante, la mayoritaria la que entiende por *buen gobierno* el conjunto de prácticas que tienen como objeto la maximización del valor en Bolsa para los accionistas, representada por autores como Shleifer y Vishny (1997), que se fundamenta en los problemas de agencia que surgen por la separación entre la propiedad y el control de las empresas. También existe una visión alternativa, minoritaria, pero respaldada por importantes autores como Tirole (2001) y Rajan y Zingales (1998 y 2000), que considera que el objetivo de las prácticas de buen gobierno debe ser la creación de valor para los diferentes grupos de interesados, esto es, clientes, empleados, proveedores, sociedad en general..., además de los intereses de los accionistas. Frente a un análisis que sólo tiene en cuenta a los accionistas o *shareholders*, se erige una visión de los *stakeholders*, que debe preocuparse por la creación y el desarrollo de instituciones que protejan al conjunto de estos interesados.

Así, se distingue entre el modelo de gobierno anglo-americano, también llamado de control externo, y el modelo continental europeo, o de control interno. Esta clasificación geográfica sirve de

base para la catalogación de los modelos de gobierno y de las obligaciones de los administradores con los accionistas e interesados en las actividades de las empresas. Macey y O'Hara (2003) aproximan el enfoque de estos dos modelos de gobierno en términos de actividad de las empresas más que sobre una base geográfica. Así, en un contexto donde la empresa se presenta como un nexo de contratos entre grupos de intereses, con accionistas, acreedores, trabajadores, comunidades locales, proveedores y clientes, la distinción entre empresa bancaria y no bancaria (manufacturera o de servicios) se traduce en modelos de gobierno diferenciados. Estos autores postulan que la mayoría de empresas (especialmente las no bancarias) responden al modelo de gobierno anglo-americano, donde los compromisos y obligaciones de los administradores responden exclusivamente a los intereses de los accionistas. En cambio, el modelo de gobierno de las empresas bancarias hace que las obligaciones y responsabilidades de los directivos vayan más allá de los accionistas, por lo que acaban incluyendo, entre otros, a los acreedores o depositantes y al regulador, además de al resto del sistema bancario.

Mediante esta distinción se trata de reconocer que existen grupos de interesados que precisan de garantías contractuales simi-

lares o superiores a las que obtienen los accionistas. Por ejemplo, los depositantes de las instituciones bancarias no gozan del mismo nivel de protección contractual que tienen los obligacionistas o trabajadores. En consecuencia, un sistema de gobierno que atienda estas preferencias cobra mayor sentido en instituciones bancarias como las mencionadas.

Finalmente, también han surgido enfoques intermedios como el representado por Jensen (2001) y su *enlightened value maximization*, en el cual se desarrollan técnicas que intentan internalizar e incorporar al valor en Bolsa de los accionistas aquellos efectos positivos que las inversiones en formación o una relación estrecha con empleados y clientes pueden generar.

En todo este debate, un elemento adicional a la anterior distinción entre modelos de gobierno, al énfasis en las actividades que llevan a cabo las empresas o a su pertenencia a un determinado sector es contrastar la evolución que se ha observado más recientemente. Holmström y Kaplan (2003) analizan los cambios en el modelo de gobierno corporativo de Estados Unidos en los últimos veinte años, comparando su evolución con el modelo de gobierno dominante en Europa, y muestran cómo las líneas de distinción entre ambos se van desdibujando a lo largo de estos años. De igual modo, la respuesta ante los intereses de los accionistas también va cambiando con el tiempo. Nos hallamos, por tanto, ante una catalogación de modelos de gobierno corporativo que, en una primera aproximación, obedecía a criterios de distribución geográfica, pero que, a lo largo del tiempo, ha sufrido importantes cambios y que es difícilmente aplicable

a todos los sectores, y en especial a la actividad bancaria.

A continuación, abordaremos una breve caracterización de la distinción geográfica de los modelos de gobierno mencionados. Posteriormente repasaremos la evolución reciente de los estereotipos presentados y abordaremos el problema de gobierno corporativo de las empresas bancarias en el contexto internacional, dedicando un especial interés al sistema de gobierno de las entidades de crédito en España. Concluiremos con un análisis del papel de las cajas y de los códigos de buen gobierno.

## II. MECANISMOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA

¿Qué características o aspectos toman en consideración los modelos de gobierno? Una respuesta muy habitual en la literatura sobre gobierno corporativo consiste en señalar la existencia de mecanismos de gobierno externos o de mercado, frente a otros mecanismos internos, a la hora de solucionar o atenuar los efectos derivados de la separación de propiedad y gestión. Más concretamente, Fama (1980) menciona la presencia de competencia en los mercados de productos y servicios, en los mercados de capitales y en los mercados de profesionales o directivos como mecanismos de disciplina y alineamiento de intereses de directivos y accionistas, solución que es aplicable también a otros grupos de interesados.

El nivel de competencia en los mercados de productos y servicios es determinante para que el comportamiento de los directivos sea la maximización del beneficio. Una gestión ineficiente en un entorno competitivo llevaría a la empresa a ser expulsada del mer-

cado, y para los directivos supondría una menor disposición de recursos de libre asignación al generar menores excedentes empresariales. En su extenso repaso al estado de la cuestión, Shleifer y Vishny (1997) argumentan que la competencia en los mercados de productos es, probablemente, el mayor incentivo para la eficiencia económica, aunque también muestran su escepticismo de que por sí misma pueda solucionar el problema de gobierno de la empresa.

Respecto a la competencia en el mercado de habilidades directivas, Fama (1980) argumenta que la presión del mercado y su impacto sobre la reputación de los directivos les lleva a una gestión eficiente de los recursos de la empresa en beneficio de los accionistas. Aquellos directivos que mejoren los resultados de las empresas que gestionan incrementarán sus posibilidades de remuneraciones superiores o de mejoras en su estatus dentro de la empresa y su entorno social. Este comportamiento también se puede extender a los miembros de los consejos de administración, cuya función, entre otras, es llevar a cabo una supervisión directa de los administradores y directivos de la empresa.

Por último, el mercado de control de sociedades permite, mediante el control de los derechos políticos de las acciones, resolver los problemas en la dirección de empresas ineficientes o con elevados niveles de discrecionalidad de sus directivos y reemplazarlos por otros. En un escenario de sociedades cotizadas, esta forma de control externa se realiza a través de los mecanismos de ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA), que acarrear generalmente un premio en forma de sobreprecio por el control de la sociedad.

La importancia relativa de cada una de estas fórmulas de control en el contexto anglo-americano y en el continental europeo difiere notablemente, con la excepción de los niveles de competencia en los mercados de productos y servicios. En efecto, los niveles de protección y regulación en los mercados europeos están disminuyendo, especialmente desde la introducción del mercado único y la moneda europea única. Además la creciente globalización en la localización de la producción y en los mercados de consumidores ya no permiten apuntar grandes diferencias en los niveles de competencia entre empresas anglo-americanas y europeas.

En lo que hace referencia a los mecanismos de control interno, los elementos a considerar son múltiples y conectados, en ocasiones, a los mecanismos de disciplina de los mercados, mereciendo una mención especial los órganos de administración y control. Así, las diferencias entre empresas se manifiestan en la composición de los consejos de administración, su estructura organizativa en uno o varios niveles, su dimensión, y destitución de sus miembros, la participación de éstos en el capital de la sociedad, la participación de consejeros con cargos ejecutivos, la importancia de los consejeros independientes y la coincidencia en una sola persona de los cargos de presidente del consejo y máximo ejecutivo de la empresa.

La retribución de los directivos y consejeros como mecanismo contractual de alineación de intereses entre accionistas y directivos se fundamenta en su carácter contingente respecto a alguna medida de *performance* de la empresa. De este modo, se vincula el comportamiento de los directivos a la riqueza de los accionistas, en un

contexto donde las tareas a desarrollar por parte de los directivos son múltiples, y los resultados contables o los precios de las acciones en los mercados de valores son aproximaciones imperfectas al nivel de satisfacción de los accionistas. En este contexto, las retribuciones en forma de acciones o mediante opciones sobre las acciones de la propia empresa han experimentado un fuerte desarrollo. Las consecuencias de estos sistemas se corresponden con los principios normativos enunciados por Holmström y Milgrom (1991), quienes anticipan que si para la evaluación del desempeño se utilizan algunas variables, y una de ellas resulta ser más fácilmente medible que el resto, los esfuerzos de los administradores se centrarán casi exclusivamente sobre dicha variable.

La concentración de la propiedad es, claramente, otra característica que proporciona mayores incentivos a la supervisión de los directivos. Así, los grandes accionistas tienen estímulos suficientes para adquirir información, controlar directamente a los directivos y ejercer el gobierno corporativo sobre sus decisiones. La propiedad concentrada confiere a los accionistas mayoritarios los derechos políticos para elegir representantes en los consejos de administración y otros derechos de voto frente a un colectivo de pequeños accionistas que cuentan con menos información e incentivos. Sin embargo, la estructura de propiedad concentrada también introduce nuevos problemas, como puede ser la expropiación de rentas de los accionistas minoritarios.

Tras describir algunas de las principales características de los modelos de gobierno empresarial, pasamos ahora a caracterizar los dos modelos principales.

### III. ESTEREOTIPOS DE LOS DOS MODELOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA Y SU EVOLUCIÓN TEMPORAL RECIENTE: ¿CONVERGENCIA?

El modelo de gobierno denominado de «control externo», propio de Inglaterra y de Estados Unidos, se caracteriza por contar con mercados de capitales amplios y activos, estructuras de propiedad muy dispersas y unos equipos de administradores y ejecutivos con elevados grados de discrecionalidad. En este modelo también opera de forma importante el mercado para el control de sociedades, se producen tomas de control no pactadas con una intensidad mayor que en otros contextos y las empresas presentan un elevado grado de endeudamiento a través de los mercados de renta fija. Asimismo, se ha promovido el empleo de sistemas de retribución contingentes al resultado de los mercados de capitales y se ha generalizado el uso de las *stock options* como mecanismo que permite alinear los intereses de accionistas y administradores. Todas estas características, y las estructuras existentes, hacen que los administradores de las grandes empresas americanas tengan en su punto de mira, de forma casi exclusiva, los intereses de los accionistas y que atiendan especialmente las presiones de los mercados de capitales y de los mercados de control.

Frente a esta descripción se alza el modelo de control interno, que se asocia a los países de la Europa continental, donde las estructuras de propiedad presentan un grado de concentración elevado (Crespí y García-Cestona, 2001) y donde la problemática de supervisión se traslada hacia la relación existente entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Aquí las tomas de

control mediante ofertas públicas de adquisición son poco frecuentes, y en contadas ocasiones falta el acuerdo de la empresa objetivo. La financiación mediante deuda tiene una parte importante de su origen en el sistema bancario, y los contratos de remuneración con incentivos no están tan extendidos como en el entorno anglo-americano. Así, hablamos de que este modelo se caracteriza por estar más enfocado a los interesados, jugando los proveedores financieros y los trabajadores un papel más relevante en los órganos de control, como ocurre en los casos de Alemania y Austria.

Los estereotipos de clasificación de sistemas descritos nos han permitido caracterizar de forma simple los modelos y problemas de gobierno de la empresa en la década de los ochenta. No obstante, durante los años noventa, y especialmente a principios del nuevo siglo, se han producido importantes novedades legislativas, de globalización de los mercados y de cambios en ambos sistemas que hacen que la distinción, aun siendo todavía posible, no resulte ya tan nítida. Efectivamente, Holmström y Kaplan (2003) apuntan los movimientos acaecidos en el modelo anglo-americano, mientras que McCarey y Renneboog (2002) remarcan los cambios en el modelo europeo. Así, durante los años ochenta casi la mitad de las grandes corporaciones de Estados Unidos fueron objeto de un intento de toma de control y, como respuesta a un período previo de escaso activismo por parte de los accionistas, las nuevas tomas de control se caracterizaron por su hostilidad y por los elevados niveles de endeudamiento necesarios para su financiación. Sin embargo, las tomas de control y el fuerte endeudamiento disminuyeron en la década los años noventa. Argumentos similares son también aplicables a la ola de fusiones que

se produjeron en ambas décadas. Finalmente, queremos destacar que las reducciones observadas en el número de fusiones y de tomas de control pueden también tener su explicación en el notable incremento de provisiones de protección ante tomas de control que han efectuado la mayoría de grandes empresas, tanto en Estados Unidos e Inglaterra como en la Europa continental.

Por otro lado, Holmström y Kaplan (2003) destacan que el cambio organizativo que ha caracterizado a las empresas en la década de los noventa y hasta la actualidad ha sido la descentralización, además de una reasignación de recursos hacia actividades de capital riesgo, reduciendo su nivel de independencia. Junto a estos cambios en los mecanismos de mercado que influyen en el gobierno de la empresa, estos autores también mencionan los cambios acaecidos en los mecanismos internos, como la compensación de directivos, los consejos de administración y la composición del accionariado. Efectivamente, los sistemas de compensación de los directivos han cambiado espectacularmente en las dos últimas décadas, sobre todo en la forma de retribución relacionada con el precio de las acciones, mediante el empleo de *stock options*, que han doblado su peso en el total de la retribución (Hall y Murphy, 2002). Sin embargo, en los últimos años, y debido especialmente a los escándalos financieros y a la evolución a la baja de los mercados de valores, esta tendencia ha perdido fuerza. En los países de la Europa continental no existe una evidencia empírica clara que vincule los precios de las acciones con las compensaciones a los directivos, aunque en los últimos años también parece haber aumentado su proporción a tenor de las informaciones aparecidas en prensa.

Resulta interesante destacar que en las estructuras accionariales ha habido una creciente importancia de las participaciones de los inversores institucionales, dentro del modelo de control externo, los cuales han jugado un papel más activo en el gobierno de las corporaciones (Gompers y Metrick, 2001). En este sentido, se aproximan al rol que desempeñan las participaciones industriales o de entidades bancarias en algunos países europeos bajo el modelo de control interno.

Las estructuras y composiciones de los consejos de administración en Estados Unidos también han evolucionado con el tiempo, acogiéndose a diversas recomendaciones de códigos de buen gobierno entre las que se cuentan la instauración de comités de remuneración o de auditoría, entre otras. Las participaciones de los administradores, fruto de los sistemas de retribución con opciones o acciones, han crecido, y la disciplina mediante el reemplazo de directores cuando acompañan malos resultados ha sido frecuente, como apuntan diversos autores (Hermalin y Weisbach, 2003).

En definitiva, parecería que los cambios acaecidos en la última década han supuesto movimientos en los dos modelos de gobierno tradicionales, con evidencias a favor de movimientos en los dos sentidos, si bien Holmström y Kaplan (2003) interpretan que «el resto del mundo parece seguir el modelo de Estados Unidos» (p. 19).

#### IV. DIFERENCIAS PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA BANCARIA

Como argumentan Macey y O'Hara (2003), no parece que la catalogación de los dos modelos sea aplicable a todas las grandes

empresas por acciones que existen en estos países, y los cambios surgidos en la evolución de las formas de gobierno en la última década tampoco permiten mantener esta clasificación con una separación tan nítida. Si intentamos aplicar a las empresas bancarias esta regla de adscripción de modelos de gobierno, los resultados resultan todavía menos claros.

En la empresa bancaria, los problemas de información asimétrica existentes entre ejecutivos y agentes externos, como es el caso de los accionistas dispersos y los acreedores (depositantes), dificultan la supervisión de la gestión. Existen importantes incentivos a la aceptación de riesgo por parte de los accionistas de control, ya que lo pueden transferir, en buena medida, a los depositantes. Los contratos de incentivos para alinear intereses de accionistas y directivos son de difícil implementación en este contexto, ya que existe la posibilidad de manipulación de las bases sobre las que se sustenta la remuneración a costa de posiciones de riesgo del banco. Además, los acreedores significativos pueden alinear sus intereses, en un contexto donde los pequeños no son relevantes, con los directivos o con los poseedores de deuda subordinada. En estas condiciones, difícilmente pueden erigirse los acreedores en supervisores de los directores, aunque autores como Hamalainen (2004) aboguen por estas figuras para mejorar la disciplina en instituciones financieras británicas.

Los problemas de gobierno también se ven acrecentados en el caso de la empresa bancaria debido a su peculiar actividad, al ser su función producir liquidez. Efectivamente, su estructura financiera muestra tasas de endeudamiento de alrededor del 90 por 100 de su pasivo, con plazos de

vencimiento casi inmediatos, mientras que estas entidades realizan inversiones con vencimientos y rendimientos más lejanos en el tiempo. En consecuencia, deben gestionarse con la suficiente confianza hacia los depositantes, y evitando situaciones de pánico bancario en las que se demanden simultáneamente todos los depósitos (1). Evitar este problema y su posible contagio al conjunto de instituciones financieras es, precisamente, la principal justificación para la existencia de una fuerte regulación, en la que destaca el seguro de depósitos como principal elemento de este mecanismo para proveer confianza a los depositantes del sistema. La regulación impone coeficientes mínimos de capital que deben cumplir las entidades bancarias, a fin de evitar niveles de endeudamiento excesivos en un contexto de responsabilidad limitada de los accionistas. Con todo ello se pretende disminuir la probabilidad de insolvencia de las entidades.

En consecuencia, la regulación tiene como premisa la salvaguarda de los derechos de los depositantes, que constituyen uno de los grupos de interesados de la empresa bancaria. Si la protección de los intereses de los depositantes pasa por mejorar la solvencia y la supervivencia a largo plazo de la empresa, dicha regulación está ejerciendo un control sobre los intereses de los accionistas frente a la gestión de los directivos en caso de dispersión de la propiedad.

Los efectos de la regulación pueden derivar en la presencia de menores niveles de competencia como una forma de reducir riesgos en la gestión bancaria, lo cual aumenta el valor de los fondos propios y, por tanto, la solvencia de las instituciones. La consecuencia de todo ello es que, bajo una menor presión competitiva, los proble-

mas de riesgo moral mediante un comportamiento oportunista de los administradores aumentan (2). Los contratos de incentivos en la empresa bancaria, con la existencia de un seguro de depósito y la regulación por insolvencia, hacen que los niveles de riesgo asumidos por los directivos aumenten en mayor grado que lo que ocurriría en una empresa no bancaria. Una exposición al riesgo más moderada, sin dependencias excesivas de la retribución variable ligada al resultado de la empresa, puede ser, no obstante, socialmente deseable.

Las predicciones teóricas de diseño de contratos de incentivos muestran que, en el óptimo, la sensibilidad de la remuneración contingente con el resultado decrece con el nivel de endeudamiento, siendo las empresas bancarias las que se sitúan en el extremo inferior debido a su elevado apalancamiento financiero. Kose y Qian (2003) contrastan empíricamente estas hipótesis sobre una muestra de 120 bancos y 997 empresas manufactureras en Estados Unidos para el período 1992-2000, y encuentran que la sensibilidad a la remuneración dependiente de los resultados es menor para el caso de las empresas bancarias que para las empresas manufactureras, y es decreciente con la tasa de endeudamiento y con la pertenencia a sectores regulados.

Nuevamente aparecen los intereses de la colectividad del sistema bancario, los intereses de los depositantes como grupo que proteger, además de (o incluso frente a) los accionistas. La supervisión y el control quedan en manos del regulador y de los órganos de supervisión bancaria que los poderes públicos impulsan. Al ser su objetivo que la empresa bancaria sea gestionada de acuerdo con unas buenas prácticas em-

presariales, esto provoca una sustitución del papel supervisor que accionistas y depositantes deberían ejercer. Este papel sustitutivo viene acompañado de atribuciones para ejercer dicha supervisión mediante auditorías, control de los niveles de riesgo, cese de los administradores, e incluso autorizaciones previas para el ejercicio de la profesión (3).

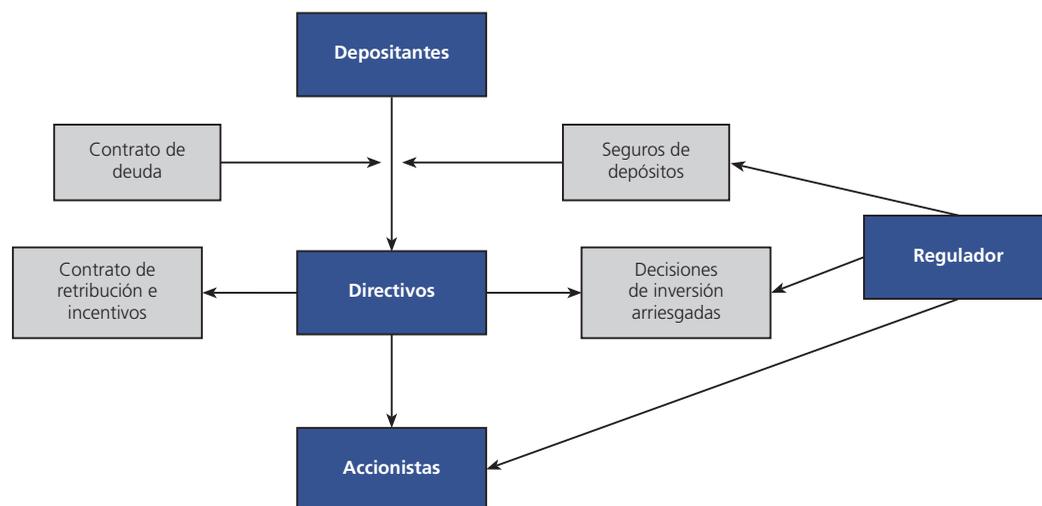
Las consecuencias de la regulación, en relación con los mecanismos de gobierno habituales de las empresas no bancarias, son la menor actividad de los mercados de control, el permitir estructuras de propiedad más dispersas, o con menores incentivos a la supervisión, y la actuación de los mecanismos de control internos de una forma más atenuada. Concretamente, cuando Prowse (1997) discute sobre si la regulación bancaria sustituye o complementa los mecanismos de gobierno tradicionales, considera que los llamados mecanismos de control externo, en forma de tomas de control o de competencia

en los mercados de productos, son mecanismos más débiles para el caso de los bancos que para el de las empresas no bancarias.

En un contexto con múltiples interesados, Zingales (1998) señala que cuando uno de los colectivos puede verse negativamente afectado por las decisiones que adopte otro colectivo, una vía posible para proteger sus intereses es otorgarle poder de decisión. El control compartido de la empresa entre varios colectivos de interesados se convierte así en una alternativa a considerar cuando se trata de reconocer intereses múltiples. Así, para las instituciones bancarias, observamos cómo depositantes y accionistas delegan en el regulador parte de sus atribuciones de control y supervisión. De hecho, el gobierno de la empresa bancaria afecta principalmente a cuatro colectivos o *stakeholders*: accionistas, depositantes, regulador y directivos, con unas complejas relaciones que se muestran en el esquema 1 de forma resumida.

Los depositantes, como agentes pasivos, contratan con la entidad bancaria la imposición de sus depósitos, que, ante las posibles externalidades que conllevaría su incumplimiento, se protegen mediante seguros de depósitos. Con esta actuación, el regulador acrecienta el problema de riesgo moral al que hacen frente los directivos, si bien la supervisión del órgano regulador y la exigencia de coeficientes de solvencia y de garantía minimizan las posibles consecuencias. Los mecanismos de control que suponen el mercado de capitales y el mercado de productos y servicios bancarios son limitados por las restricciones impuestas por el regulador, quedando así los mecanismos de tipo interno para suplir las carencias del modelo de gobierno. Adquieren así una mayor importancia tanto la presencia de contratos de remuneración para los directivos contingentes a los resultados obtenidos como las actuaciones de reemplazo de los directivos.

ESQUEMA 1  
**PROBLEMA DE CONTROL CORPORATIVO EN INSTITUCIONES BANCARIAS**



Fuente: V. Salas, mimeo.

CUADRO N.º 1

## MECANISMOS DE CONTROL E INTERVENCIONES DE GOBIERNO EN ENTIDADES FINANCIERAS

	Tasa de permanencia media CEO (años)	Tasa de permanencia media ejecutivos (años)	Frecuencia fusiones y tomas de control
Anderson y Campbell (2000): 111 bancos japoneses; 1.878 observaciones (bancos/años) período 1977-1996 .....	5,62	4,92	—
Barro y Barro (1990): 83 bancos de Estados Unidos, 467 observaciones (CEO/años), período 1982-1987 .....	7,81	—	—
Blackwell <i>et al.</i> (1994): 2.934 observaciones (bancos/años) .....		6,25	
Prowse (1995): 234 <i>holdings</i> bancarios en Estados Unidos, período 1987-1992 .....	—	9,8	12,4

Esta complementariedad de los mecanismos de supervisión y control se manifiesta en los dispositivos que tienen la propia organización y sus accionistas para hacer frente a las posibles ineficiencias en la actuación de los administradores, permitiendo solucionar así los problemas de gobierno corporativo. Por consiguiente, los casos de malos resultados de la empresa bancaria, o de pérdida notable de poder competitivo, se presentan como situaciones especiales donde las intervenciones de gobierno tienen un mayor potencial de mejora. Las tomas de control o las fusiones, el reemplazo de directivos y de consejeros o la sustitución del presidente de las entidades bancarias serían ejemplos de estas intervenciones.

Respecto a los contrastes empíricos, y para el caso de muestras significativas de empresas no financieras, los trabajos de Kaplan (1994a) para Alemania; Kaplan y Minton (1994) y Kaplan (1994b) para Japón y Estados Unidos; Warner *et al.* (1988) en Estados Unidos; Franks *et al.* (2003) para el Reino Unido, y Gispert (1998) para España serían ejemplos significativos de que existe una relación negativa entre la rentabilidad para los accionistas, o tasas de retorno de las empresas, por un lado, y las

intervenciones de reemplazo de los administradores de estas empresas, por otro. Dicho en otros términos, las tasas de renovación de directivos son superiores para aquellas empresas que presentan peores resultados o bajos niveles de *performance*.

En esta misma línea, también existen diversos trabajos empíricos que relacionan intervenciones de gobierno con unos pobres resultados de las empresas bancarias, aunque limitados a los contextos norteamericano y japonés. El cuadro n.º 1 resume estos trabajos.

En el estudio de Barro y Barro (1990) se muestra cómo los resultados contables y la rentabilidad de los mercados de capitales explican la probabilidad de cambio del máximo ejecutivo para el caso de grandes bancos en Estados Unidos. En la misma línea, y esta vez para un conjunto de filiales de *holdings* bancarios en Texas, Blackwell *et al.* (1994) revelan que la tasa de permanencia media de los ejecutivos es menor en aquellas empresas que obtienen peores resultados. Además de los cambios del máximo ejecutivo o la tasa de sustitución de directivos, Prowse (1995) también analiza las intervenciones de gobierno corporati-

vo en bancos mediante tomas de control hostiles o intervenciones del regulador. La frecuencia con que estos mecanismos corrigen situaciones de baja *performance* es siempre menor para la muestra de bancos que los correspondientes resultados cuando se analizan los datos de empresas manufactureras, con la excepción de la regulación que actúa como mecanismo sustitutivo en el caso de los bancos. Finalmente, Anderson y Campbell (2000) analizan el sector bancario japonés y justifican la aparición de ineficiencias, al no encontrar una relación significativa entre unos malos resultados de las entidades y la sustitución de sus directivos.

## V. CONTROL Y SUPERVISIÓN DE LA EMPRESA BANCARIA EN ESPAÑA

Los mecanismos de supervisión y control de las empresas bancarias en España no pueden sustraerse del entorno normativo y de regulación que les es específico a estas empresas. Así, para entender la intensidad de control de los accionistas sobre los administradores, debemos conocer las limitaciones que la regulación impone a aspectos como la creación de bancos, su estructura de propiedad, los niveles de control e

inspección, la intervención en los órganos de administración o las peculiaridades propias de las cajas de ahorros, entre otros aspectos.

La autorización para la entrada de nuevos competidores en el sistema bancario corresponde al Ministerio de Economía, con un informe previo del Banco de España. Además se exige un capital mínimo y que tanto los accionistas significativos como los miembros del Consejo de Administración sean considerados idóneos, lo cual afecta a aspectos como la honorabilidad profesional, disponer de suficiente patrimonio y estructurar la organización de una forma transparente. Las nuevas entidades financieras también están sujetas a determinadas restricciones sobre el reparto de dividendos y unas participaciones mínimas de los administradores durante los primeros años de la entidad.

Existen requisitos de información previa para los accionistas de las entidades bancarias, e incluso es posible la oposición por parte del organismo regulador ante cambios significativos en las participaciones de los accionistas (más allá de las participaciones significativas declaradas a la CNMV para los bancos cotizados). También se requiere una autorización previa para llevar a cabo acuerdos de fusión, absorción y escisión.

En relación con los fondos de garantía de depósitos, éstos también son objeto de regulación en cuanto a su forma jurídica, órganos de gobierno, entidades adscritas a ellos y nivel de garantía del seguro de dicho depósito. Asimismo el Banco de España se encarga del control y la inspección de las entidades bancarias con la información que periódicamente les exige, además de sus detalladas inspecciones. También se fija un régimen sancionador por el in-

cumplimiento, por parte de los administradores y de los accionistas significativos, de los preceptos establecidos por el regulador. Estas medidas sancionadoras tienen diversos niveles de intensidad en función de la infracción, pudiendo llegar a la intervención de las entidades por parte del banco central y a la sustitución de sus órganos de administración. Para el caso de las cajas de ahorros los mecanismos son similares, aplicándose en este caso a los integrantes de la Comisión de Control de la entidad (4).

Es en este contexto normativo y de regulación donde analizaremos los mecanismos de control interno de las instituciones bancarias en España y, más concretamente, la supervisión de los equipos directivos y su reemplazo en aquellos casos en que las entidades obtengan resultados poco satisfactorios. Por todo ello, y en línea con los trabajos mencionados en el apartado anterior, se trabajará con la hipótesis de que en aquellas empresas bancarias que presenten menores niveles de *performance*, la duración media de sus administradores y cargos ejecutivos será menor. Dicho en otros términos, las tasas de sustitución de los equipos directivos serán mayores para aquellas entidades bancarias que obtengan peores resultados.

Entre los mecanismos de intervención del gobierno de la empresa incluimos también las fusiones y adquisiciones de las que han sido objeto las entidades bancarias. Dichas fusiones y adquisiciones, además de los filtros que impone el regulador en estos casos, también requieren la aprobación de los órganos de gobierno de la propia empresa, lo que permite apuntar la hipótesis de que las entidades bancarias cuyos activos son finalmente transferidos a

otras entidades son aquéllas con peores niveles de *performance*.

En cualquier caso, no son éstos los únicos mecanismos de control interno que están fuera de la intervención del regulador. Los contratos de incentivos contingentes a los resultados obtenidos, o los mecanismos alternativos de control directo mediante una adecuada composición de los consejos de Administración, o la existencia de comisiones de supervisión de la actuación directiva en el seno de la empresa, serían claros ejemplos. La concentración de la propiedad de las acciones de una entidad bancaria puede también interpretarse como un mecanismo de supervisión efectivo: para determinados niveles de dispersión de la propiedad, existe un posible efecto sustitutivo entre regulación y presencia de participaciones significativas importantes. De forma análoga, una participación significativa elevada tampoco permite mayores niveles de control y supervisión interna de la discrecionalidad de los directivos si la regulación impone sus propias restricciones. En consecuencia, creemos que la implementación de diversos mecanismos de intervención o de gobierno de las entidades bancarias puede relacionarse con la estructura de propiedad y el papel supervisor que efectivamente pueden desempeñar los accionistas significativos.

El panorama de la propiedad de las instituciones bancarias en España es muy variado, especialmente si consideramos que las cajas de ahorros en nuestro país representan, *grosso modo*, la mitad del sistema bancario. Se trata de instituciones que están sometidas a presiones similares del mercado de productos y servicios bancarios que operan bajo el mismo entorno regulatorio, pero difieren en la

estructura de propiedad y de gobierno. El hecho de no tener propietarios formales, y la compleja estructura de nombramientos y asignación de cargos entre múltiples interesados en la empresa, hacen de esta forma de propiedad un fenómeno a estudiar en el contexto de gobierno de la empresa bancaria. Precisamente su origen de carácter mutualista o cooperativo hace que autores como Hansmann (1996) mantengan que una entidad sin objetivo explícito de lucro confiere mayores niveles de confianza a sus depositantes que las entidades bancarias tradicionales. Este tipo de organizaciones incorpora de forma directa en sus órganos de gobierno a colectivos de interesados como son los depositantes y los trabajadores, completando así el abanico de *stakeholders* ya mencionado: accionistas, depositantes, regulador, directivos y trabajadores.

También los bancos comerciales presentan una variedad de estructuras. Por un lado están los que podríamos llamar bancos independientes, los cuales no tienen como accionista mayoritario otra entidad bancaria, y algunos de ellos cotizan en los mercados de valores. Los bancos filiales, por el contrario, disponen de una estructura de propiedad muy concentrada, y su principal accionista

es otra entidad bancaria. En este último grupo podemos distinguir entre filiales de bancos nacionales y filiales de bancos extranjeros. Si tomamos el conjunto de entidades bancarias registradas en España desde 1986 hasta 2000, la distribución según la tipología propuesta figura en el cuadro n.º 2.

El conjunto de entidades bancarias analizado se refiere a un valor medio de 140 instituciones bancarias durante 15 años (2.105 bancos y años), si bien este número de entidades varía con el paso del tiempo. El porcentaje de fusiones y adquisiciones es del 4,2 por 100, comparativamente menor que el dato aportado en el cuadro n.º 1, aunque se trata de países y períodos diferentes. La tasa de permanencia media del máximo ejecutivo (director general o consejero delegado) es de 4,3 años para el conjunto de la muestra, mientras que la tasa promedio de renovación de consejeros con cargos ejecutivos es de 5,1 años, en línea con los datos aportados por Anderson y Campbell (2000) (5). De la comparación entre las frecuencias relativas de los diversos mecanismos de gobierno considerados destaca la baja proporción de sustituciones de presidente y director general para las cajas de ahorros, que contrasta con el elevado grado de rotación

de estos cargos en los bancos filiales, sean nacionales o extranjeros. También es interesante resaltar el mayor peso relativo de las fusiones y adquisiciones para el conjunto de cajas de ahorros en relación con el resto de entidades bancarias. Estos datos apuntan a que los mecanismos de supervisión en ausencia de accionistas no se centran en la supervisión directa de los administradores o de los máximos cargos de la empresa, sino que aparecen mediante acuerdos de fusión o adquisición, en los que, como ya hemos comentado, interviene, con su autorización previa, el regulador.

Si agrupamos este conjunto de mecanismos de gobierno para aquellas entidades bancarias y cada uno de los años frente a las observaciones en las que no aparecen ni cambios en los consejeros o máximos directivos ni fusiones o adquisiciones, podremos relacionar dichos datos con diversas medidas de rentabilidad, como se muestra en el cuadro n.º 3. Efectivamente, para las tres medidas de resultado computadas —una de beneficio sobre el volumen de recursos propios, otra de beneficio sobre volumen de activo y una ratio que recoge el resultado de intermediación bancaria por cada euro de activo—, los niveles de *performance* observados son menores

CUADRO N.º 2

**MECANISMOS DE SUPERVISIÓN Y TIPOLOGÍA DE ENTIDADES BANCARIAS**  
Valores expresados como porcentaje del número de observaciones (1.894 bancos /año)

	Sin intervención de control	Renovación de 1/3 o más del Consejo de Administración	Sustitución del director general y presidente	Fusión o adquisición	Total
Bancos independientes .....	14,68	2,95	0,86	0,62	19,10
Bancos filiales .....	22,33	5,08	3,04	1,00	31,45
Bancos filiales extranjeros .....	5,56	1,95	0,76	0,38	8,65
Cajas de ahorros.....	27,74	10,12	0,71	2,23	40,81
Total .....	70,31	20,10	5,37	4,23	100,00

Fuente: Elaboración propia a partir de los registros publicados por CECA y AEB en sus anuarios.

CUADRO N.º 3

**MECANISMOS DE SUPERVISIÓN, RESULTADOS Y TIPOLOGÍA DE ENTIDADES BANCARIAS**

	Beneficio sobre recursos propios		Beneficio sobre activo (x 100)		Resultado de intermediación bancaria sobre activo (x 100)	
	No	Sí	No	Sí	No	Sí
Intervención de un mecanismo de gobierno .....						
Bancos independientes .....	0,175	0,095	1,17	0,779*	0,698	0,172**
Bancos filiales .....	0,151	0,126	2,006	1,979	1,437	1,098
Bancos filiales extranjeros .....	0,003	-0,023	0,537	-0,0186**	0,456	-0,312**
Cajas de ahorros .....	0,206	0,210	1,269	1,325	0,927	0,884

Nivel de significación: \*10%, \*\*5%, \*\*\*1%. Corresponde a las diferencias de resultado entre los dos grupos de empresas: con intervención y sin intervención de gobierno.  
Fuente: Elaboración propia a partir de los registros publicados por CECA y AEB en sus anuarios.

cuando existe algún mecanismo de intervención. Además, para determinados tipos de entidad, estas diferencias son estadísticamente significativas, destacando el valor informativo que tiene el resultado de intermediación bancaria para el caso de los bancos independientes y la falta de significación estadística de las diferencias de cualquier medida de *performance* para el caso de las cajas de ahorros.

Este análisis univariante no toma en consideración aspectos como la dimensión o el tipo de intervención de gobierno adoptada, aunque resulta ilustrativo. En cualquier caso, un análisis detallado de los anteriores efectos puede seguirse en el trabajo de Crespi, García-Cestona y Salas (2004).

Para el caso de estructuras de propiedad concentrada, los incentivos al esfuerzo de supervisión en la empresa bancaria se manifiestan mediante la supervisión directa de las actuaciones de los directivos desde el Consejo de Administración. En consecuencia, pueden existir estructuras de propiedad menos concentradas, como es el caso de los bancos independientes, en la medida en que la regulación actúa de mecanismo sustitutivo de las posibles ineficiencias de los mecanismos de gobierno de carácter interno. La regulación existente también influye sobre las características,

composición e intensidad de supervisión de sus miembros. El seguro de depósitos, las restricciones a OPA hostiles, las limitaciones sobre quién puede adquirir la condición de accionista significativo y las restricciones a la entrada, además de las características propias de las entidades bancarias que reducen el número de competidores, son ejemplos de la influencia que ejerce la regulación, la cual actúa como factor complementario de los mecanismos de gobierno presentados en los cuadros anteriores.

## VI. EL GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORROS

Las cajas de ahorros son entidades bien posicionadas dentro del sistema financiero español, el cual, a su vez, constituye un sector razonablemente competitivo en términos internacionales. El cuadro n.º 4, elaborado a partir de los datos que proporciona la revista *The Banker*, compara la situación que se observaba a mediados de los años ochenta (panel a) con los datos correspondientes a 2002 (panel b). Como puede apreciarse, las entidades españolas están en la actualidad más y mejor representadas en el panorama internacional, y tanto los bancos como las cajas han escalado posiciones. Además existen diferencias entre los dos tipos de entidades:

se han producido importantes procesos de fusión, especialmente importante en el caso de los bancos, quedando dos entidades, BSCH y BBVA, en las primeras posiciones, y a una cierta distancia las dos mayores cajas, La Caixa y Caja Madrid. Tras ellos, y dentro de las 500 primeras entidades del mundo, están cuatro bancos, una cooperativa de crédito y doce cajas, que han ido creciendo y mejorando sus resultados de forma notable en estos últimos veinte años.

Una de las características más llamativas de las cajas de ahorros españolas es su naturaleza jurídica, ya que se trata de fundaciones empresa; son organizaciones sin ánimo de lucro que carecen de propietarios explícitos y que, por tanto, no están sujetas a las reglas del mercado de control como pudieran estarlo aquellos de sus competidores que cotizan en Bolsa. En cualquier caso, destaca la presencia de grupos de interesados (o *stakeholders*) que participan en los órganos de gobierno de las cajas y en la toma de decisiones de la entidad, participación que responde, en cualquier caso, a la misión amplia que estas organizaciones tienen y que posteriormente detallaremos.

Desde la teoría de los derechos de propiedad, la presencia y éxito de estas entidades plantea un problema interesante, ya que se da

CUADRO N.º 4

**THE BANKER: RANKING DE LOS BANCOS ESPAÑOLES EN EL MUNDO**

	Ranking 1984	Tipo (*)
<b>Panel a. Ranking 1984 de los bancos españoles en el mundo:</b>		
1 Banesto .....	89	B
2 Banco Central .....	101	B
3 Banco Bilbao .....	130	B
4 Banco Vizcaya .....	131	B
5 Banco Exterior .....	139	B
6 Banco Hispanoamericano .....	140	B
7 Banco Santander .....	165	B
8 Banco Popular Español .....	194	B
9 La Caixa .....	205	SB
10 Caja de Madrid .....	306	SB
11 Caixa de Barcelona .....	452	SB
12 Ibercaja .....	499	SB
	Ranking 2002	Tipo (*)
<b>Panel b. Ranking 2002 de los bancos españoles en el mundo:</b>		
1 Banco Santander Central Hispano .....	24	B
2 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria .....	33	B
3 Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona .....	72	SB
4 Caja Madrid .....	110	SB
5 Banco Popular .....	139	B
6 Banco Sabadell .....	186	B
7 Grupo Bancaja .....	201	SB
8 Caja de Ahorros del Mediterráneo .....	249	SB
9 Bilbao Biskaia Kutxa .....	268	SB
10 Caixa de Catalunya .....	270	SB
11 Caja Gipuzkoa-San Sebastián .....	287	SB
12 Banca March .....	321	B
13 Bankinter .....	328	B
14 Ibercaja .....	336	SB
17 Unicaja .....	341	SB
16 Caja Laboral .....	348	CB
17 Caixa Galicia .....	367	SB
18 Caja de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra .....	420	SB
19 Caja España de Inversiones .....	457	SB
20 Caja de Ahorros de Navarra .....	468	SB
21 Caja de Ahorros de Córdoba .....	475	SB
22 Banco Pastor .....	501	B
23 Caja Duero .....	525	SB
24 Banco Atlántico .....	—	B
25 Caja de Ahorros de Murcia .....	542	SB
26 Caja Asturias .....	580	SB
27 Caja de Ahorros de la Inmaculada .....	583	SB
28 Caja de Burgos .....	588	SB
29 Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla .....	597	SB
30 Sa Nostra-Caixa de Baleares .....	675	SB
31 Caixa Penedès .....	678	SB
32 Caja General de Ahorros de Canarias .....	681	SB
33 Caja San Fernando de Sevilla y Jerez .....	703	SB
34 Caja de Ahorros de Vitoria y Álava .....	705	SB
35 Confederación Española de Caja de Ahorros .....	706	SB
36 Banco Zaragozano .....	729	B
37 Caja General de Ahorros de Granada .....	752	SB
38 Caja Cantabria .....	788	SB
39 Caja Insular de Ahorros de Canarias .....	790	SB
40 Caixa de Sabadell .....	795	SB

CUADRO N.º 4 (continuación)

**THE BANKER: RANKING DE LOS BANCOS ESPAÑOLES EN EL MUNDO**

	Ranking 2002	Tipo (*)
<b>Panel b. Ranking 2002 de los bancos españoles en el mundo (continuación):</b>		
41 Banco Guipuzcoano.....	815	B
42 Caja de Ahorros de Extremadura.....	825	SB
43 Caja de Ahorros de Burgos.....	826	SB
44 Caixa d'Estalvis de Tarragona.....	867	SB
45 Caja General de Ahorros de Badajoz.....	971	SB

(\*) B si es un banco, SB si es caja de ahorros y CB si es cooperativa.

la paradoja de que una organización sin propietarios explícitos y sin un mercado de control, y por tanto sujeta a mayores ambigüedades y oportunismos entre los participantes, se enfrenta con éxito a otras entidades que sí tienen una estructura de propiedad clara y cuyos participantes están sujetos a los mecanismos de mercado. De hecho, en este tipo de contextos la teoría económica anticiparía que los resultados de las cajas deberían ser inferiores a los de sus rivales privados, mientras que las comparaciones siguen arrojando mejoras relativas de la posición de las cajas en los diferentes mercados financieros.

Desde una perspectiva empírica, existe un nutrido grupo de trabajos que han llevado a cabo comparaciones entre bancos y cajas para el caso español, estudiando la eficiencia de cada entidad en transformar diversos factores de producción y recursos en productos bancarios. Así, los trabajos de Lozano (1998), Pastor (1995) y Grifell-Tatjé y Lovell (1997), entre otros, serían muestras de ello. A pesar de las diferencias que existen entre ellos, parece claro apuntar que no existe un acuerdo en el sentido de establecer que las cajas de ahorros sean menos eficientes que sus competidores a efectos de esta transformación. Si a la carencia de una evidencia concluyente en este sentido le añadi-

mos que las cajas son entidades que deben emplear una parte considerable de sus resultados en actividades que forman parte de la Obra Social, y que su presencia ayuda a aumentar los niveles de competencia del mercado bancario, ayudando así a que particulares y empresas puedan obtener mejores condiciones, tendremos que concluir que las cajas pueden jugar un papel importante en la sociedad.

Por otro lado, dentro del conjunto de cajas de ahorros existen notables diferencias entre las entidades, tanto en tamaño como origen y composición de sus órganos de gobierno, por lo que se antoja razonable llevar a cabo estudios que incorporen dichas diferencias. García-Cestona y Surroca (2003) distinguen entre las cajas controladas por las administraciones, que denominan cajas públicas (entidades donde las diferentes administraciones públicas controlan conjuntamente más del 50 por 100 de los votos de los órganos de gobierno), y las controladas por internos (entidades donde los empleados y los directivos pueden jugar un papel más relevante). Hecha esta distinción, se analiza si la misión de cada uno de estos grupos es diferente, como así comprueban, concluyendo que no resultaría aconsejable llevar a cabo un trato homogéneo de estas entidades.

Además, puede ocurrir que se alcancen metas que los bancos privados no acometerían en ningún caso, por lo que cualquier análisis de eficiencia entre bancos y cajas de ahorros debería incorporar esta multiplicidad de objetivos, y no reducir el análisis al objetivo habitual de eficiencia económica.

De las controversias que la presencia de las cajas de ahorros generan destacaremos la cuestión de quién controla, quién toma las decisiones. Esta cuestión es clave, ya que entra de lleno en la problemática de buenas prácticas de gobierno que abordamos, y nos puede mostrar claramente las diferencias que en este punto presentan las cajas de ahorros frente a los bancos. También es un aspecto de interés discutir si las diferencias existentes (en materia organizativa) entre cajas y bancos se pueden o se deben mantener. Es decir, contamos con diferentes organizaciones en el sistema financiero, y nos preguntamos si los mecanismos de gobierno deben ser homogéneos o no. Esta reflexión nos llevaría, en último extremo, a preguntarnos acerca de la conveniencia, o no, de fórmulas próximas a la posible privatización de las cajas de ahorros.

Nuestra reflexión, desde el punto de vista del análisis económico, es entender cómo organizaciones sin propietarios pueden competir

con éxito con unas organizaciones sujetas a la disciplina de propietarios y mercados, y ver si el buen gobierno de las entidades mejoraría mediante prácticas explícitas y obligatorias. Una segunda preocupación haría referencia a la posibilidad de mantener la «biodiversidad» de las entidades financieras. Es cierto que las cajas de ahorros son entidades bancarias diferentes en su organización, pero no difieren en términos de la regulación a la que están sujetas, los productos que pueden ofrecer o los mecanismos de control a los que, a priori, se someten. Además esa biodiversidad puede ser beneficiosa en términos de innovación financiera y de bienestar en situaciones de incertidumbre. Por tanto, la preocupación se debe plantear en términos de si las cajas de ahorros permiten actuaciones que los bancos privados no pueden ofrecer.

Finalmente es necesaria una aclaración, ya que hemos mencionado que no había diferencias entre bancos y cajas de ahorros en materia de regulación, pero lo cierto es que recientemente (6) se ha introducido una asimetría mediante la ley financiera que obliga a las cajas de ahorros, pero no a los bancos, a poner en práctica determinadas medidas de buen gobierno que abordaremos posteriormente.

### 1. Misión y órganos de gobierno

La ambigüedad de la naturaleza jurídica de las cajas de ahorros ha generado, y continúa generando, intensos debates tanto en términos legales como históricos, por la evolución que han tenido desde su creación, y económicos. Carecen de propietarios explícitos, pero las diferentes leyes que han ido moldeando su actuación a lo

largo del tiempo sí reconocen la inclusión y participación de diferentes grupos interesados en su gestión, los *stakeholders* que antes se mencionaban.

Claramente, las cajas de ahorros presentan una misión de carácter amplio que va más allá de la maximización de beneficios, más propia de entidades con accionistas. Un ejemplo de esa misión amplia se recoge en el párrafo siguiente:

Contribuir a que los servicios financieros se presten a todos en condiciones de eficiencia económica y sin abusos de posiciones dominantes, al mismo tiempo que se contribuye a mejorar el bienestar de los menos favorecidos y al desarrollo sostenido de los territorios en los que están presentes.

La Obra Social recoge el destino social de los excedentes cuyo reparto ha estado, y sigue estando, sujeto a diversos avatares históricos. Por lo tanto, la cuestión que se antoja clave es ¿cuál debería ser la misión de las cajas? En la actualidad estas entidades tienen una misión amplia en la que se favorece el destino social de una parte importante de los beneficios, pero existen conflictos entre los diferentes interesados, ya que algunos de estos objetivos son contrapuestos. Así, el objetivo de proporcionar bienes para los más necesitados y contribuir a la redistribución entra en conflicto con el de generar beneficios o el de proporcionar bienes públicos de consumo uniforme entre la población (o incluso crecientes con la renta), como puedan ser las actividades culturales, de gran importancia hoy día.

Esta reflexión debe ser abordada previamente a la discusión de los órganos de gobierno. Si hubiera pronunciamientos más explícitos por parte de las entidades

sobre las prioridades que quieren asignar, a la luz de sus propias circunstancias y características, ello clarificaría la función de control y gobierno de las entidades, ya que existen diferentes alternativas.

Los órganos de gobierno en la actualidad se componen de una Asamblea General, un Consejo de Administración y una Comisión de Control, donde los diversos interesados reconocidos por la ley están representados en determinadas proporciones: administraciones públicas, impositores, entidades fundadoras y empleados. Curiosamente no está presente, de forma explícita, el regulador, que también puede perseguir determinados objetivos a cubrir por las cajas de ahorros. Sí están representados los empleados, cuando la misión que hemos descrito y el cuadro que hemos presentado no los incluía.

### 2. Transparencia

En entidades con una misión amplia, donde también pueden aparecer conflictos entre los diferentes objetivos, y donde no existe un pronunciamiento explícito acerca de las metas que cada uno de los interesados quiere potenciar, uno de los elementos que más puede facilitar las buenas prácticas de gobierno es la mejora en la transparencia de estas entidades.

Es cierto que las entidades financieras proporcionan, en general, abundante información sobre sus resultados económicos, si bien todavía presentan importantes carencias en el apartado de transparencia. Así, falta información sobre cómo se toman las decisiones en estas entidades, qué remuneraciones perciben los directivos, cómo y quién decide dichas compensaciones, etc. Tampoco existe

información detallada sobre otros objetivos perseguidos por las empresas y su grado de cumplimiento, solvencia económica aparte. Por otro lado, parece aconsejable mejorar los órganos de gobierno, en especial aquéllos que abordan y defienden un uso social de los excedentes (con la participación de representantes de los consumidores, trabajadores y administraciones).

La OCDE, en la redacción de sus Principios de Gobierno Empresarial de 1999, ya habla de la necesidad de complementar la información económica financiera de las empresas con la información de otros aspectos que permita conocer los enfoques de la empresa, mencionando explícitamente los temas de política medioambiental, el compromiso con los empleados, la estructura de propiedad, la trayectoria profesional y las remuneraciones del Consejo de Administración.

¿Cómo debe conseguirse esto?, ¿acaso mediante más regulación? De nuevo es relevante considerar los costes de la regulación en estas materias. La regulación puede convertirse en una amenaza a la diversidad organizativa y, en consecuencia, a la innovación en las instituciones y sistemas financieros. La regulación favorece una armonización, impone una mejor práctica, cuando bien puede ser posible que este conjunto de mejores prácticas cambie según los países, los sectores o, simplemente, esté sujeto al devenir del tiempo. De ahí que las actuaciones en orden a aumentar la transparencia en las organizaciones no deben suponer tanto una elección de ganadores como el permitir que el mercado mismo pueda identificar a dichos ganadores y favorecer así la adopción de mejores prácticas.

Otros contextos de los que se pueden extraer interesantes lec-

ciones son la reciente experiencia rusa de transición hacia los mercados y la experiencia británica de los siglos XIX y primera mitad del XX. En el caso ruso, es evidente que no se trata sólo de un tema de diseño de la legislación, para lo que ciertamente contaron con los mejores expertos, sino también de la aplicación de la ley. En concreto, buena parte de las reformas fallaron o se enfrentaron a serias dificultades al no tenerse en cuenta a los internos de esas organizaciones y su motivación a la hora de llevar a cabo los cambios.

Respecto al caso británico, sólo apuntar aquí que, como recogen Franks, Mayer y Rossi (2003), la protección de los minoritarios en el caso británico es de los años sesenta, a pesar de que los mercados existían ya desde el siglo anterior. El tema clave parece ser que la propiedad de las empresas era dispersa, y los mercados financieros eran regionales, por lo que los factores de reputación y proximidad bastaban para evitar los problemas de oportunismo. Sólo tras un intenso proceso de fusiones se planteó la protección de los minoritarios.

### 3. Códigos de buen gobierno

La primera pregunta que deberíamos formularnos es entender para qué se elaboran dichos códigos. Ciertamente, se trata de contextos donde existen asimetrías de información importantes entre los participantes y donde hay, por tanto, situaciones de oportunismo, con directivos que pueden expropiar a los accionistas o accionistas mayoritarios que pueden expropiar a los minoritarios o al resto de interesados. Así, desde el análisis económico, una alternativa interesante sería considerar que estos códigos vendrían a jugar un papel de señal que, si funciona co-

rrrectamente, permite distinguir del conjunto de empresas a aquellas que cumplen determinadas prácticas de buen gobierno y que, por tanto, protegen a los accionistas de ese posible oportunismo. El uso de estos códigos de buen gobierno sería así equivalente al que determinadas empresas pueden hacer de la adopción de sistemas de calidad, o la pertenencia a determinadas asociaciones donde la obtención de ciertas etiquetas de calidad o acreditaciones pueden ayudar a superar los problemas de información existentes.

Para que esto sea así en la práctica, existen varias condiciones que deben satisfacerse. Primero, la decisión de generar la señal debe ser una iniciativa de las empresas, es decir, de las organizaciones que cuentan con esa ventaja de información, pues tiene el incentivo para señalar. Segundo, para que dicha señal funcione, para que sea informativa y permita distinguir a unas empresas de otras, necesitamos que el hecho de imitar la señal, es decir, cumplir con las condiciones que establece el código de buen gobierno, no compense a aquellas empresas que en realidad no son de igual calidad, y en tercer lugar, es imprescindible que los costes (que deben existir) de generar la señal no resulten tan onerosos como para impedir a la empresa de buena calidad que genere dicha señal.

Dicho esto, constatamos que existe un elevado número de códigos de buen gobierno y códigos éticos para las empresas, siendo el más destacable, por la influencia que ha ejercido sobre los códigos posteriores, el conocido como *Cadbury Report* (Reino Unido, 1992). En ese mismo país, está en vigor el denominado *Combined Code* desde 2001, en el cual se solicita a las empresas que informen sobre el grado de cumplimiento

de los principios establecidos bajo el criterio de «cumplir o explicar», es decir, la obligación de justificar el incumplimiento de los principios establecidos. También fue promulgada recientemente la *Ley Sarbanes-Oxley* (EE.UU., 2002) que, a diferencia de los anteriores, ya no se establece como código voluntario, sino como ley. Y es aquí donde debemos situar nuestra siguiente observación. Desde el momento en que se promulga una ley, perdemos la ventaja fundamental de la señal, ya que, como hemos mencionado anteriormente, una señal funciona sólo si, por iniciativa de la parte que cuenta con ciertas ventajas de información, se toman unas acciones o medidas (la señal) que le permiten diferenciarse de otros competidores o empresas que o no pueden o no les compensa generar dicha señal.

Desde el mismo momento en que imponemos, por imperativo legal, que todas las empresas deben cumplir ciertas prácticas o actuaciones, automáticamente eliminamos la posibilidad de que un mecanismo de señales funcione en dicho contexto, ya que la ley resulta de obligado cumplimiento para todas las empresas. El cumplimiento de esta ley también impone una serie de costes, en este caso para todas las empresas, por lo que habría que sopesar la conveniencia de dicha norma legal.

Si pasamos a considerar con más en detalle el caso español, el *Código Olivencia* de 1998 supuso el primer intento de establecer unos principios de buen gobierno. De hecho, las 23 recomendaciones que contenía establecían unos principios muy similares a los señalados en el *Informe Cadbury*, y hacían especial referencia al Consejo de Administración y su articulación. Debemos destacar que no establecía un responsable

de revisar el cumplimiento de esos principios, por lo que se trataba de un ejemplo de autorregulación y de código voluntario y flexible. Así, eran las propias empresas quienes debían informar sobre si cumplían o no dichos principios, así como sobre su grado de cumplimiento. Con un planteamiento así, difícilmente se cumplen las condiciones de «servir como señal» que antes mencionábamos, ya que los costes de incumplimiento o de imitación son escasos. Su implementación tuvo escaso éxito, siendo menos del 50 por 100 las empresas cotizadas que elaboraron esta información en algún grado. ¿Por qué no lo cumplen las empresas? Nuestra respuesta vendría entonces a partir de la falta de control y respuesta del mercado sobre quién cumple estos principios y cómo lo hace.

Tras el *Código Olivencia* se elaboró el *Informe Aldama* (2003), que sigue abogando por la autorregulación y el principio de «cumplir o explicar», pero, una vez más, sin aclarar quién está encargado de verificar el cumplimiento de dichos principios y de castigar sus posibles incumplimientos, factores ambos necesarios para que el sistema de señales pueda funcionar. Posteriormente, y ya en Julio del 2003, se elabora y aprueba la *Ley de Transparencia*, que persigue aumentar, por ley lógicamente, los niveles de transparencia de las empresas. De nuevo se imposibilita el funcionamiento de un sistema de señales, ya que ahora todas las empresas deberán generar dicha información, y con mayor celeridad para las cajas de ahorros, por lo que pierde sentido crear la señal.

Esta ley introduce una asimetría para las cajas respecto a lo que se les exige a los bancos en materia de buen gobierno, sin

que estén totalmente claras las razones que justifican dicha asimetría. ¿Qué mejora en los órganos de gobierno de las cajas? Ciertamente se invoca la mejora en la transparencia, que puede ayudar a los inversores, pero ¿hasta qué punto lo hace si se mantiene la proporcionalidad ya existente en la representación? ¿No se puede pensar en instrumentar mejor los elementos que ya existen, como es el caso de la Comisión de Control?

#### 4. Desafíos

Constatamos que contamos con la presencia de un ejemplo de organizaciones sin ánimo de lucro que compiten bien en sus mercados frente a algunos rivales que cotizan en las bolsas de valores, y que están sujetos a los tradicionales mecanismos de control. Desde una perspectiva de teoría económica, no sabemos todavía el porqué de este resultado. Las cajas de ahorros son entidades exitosas en la actualidad, fruto de la historia, pero que añaden competencia dentro del sistema financiero y ofrecen servicios comparables al de sus competidores. Respecto al futuro, sin embargo, deberán afrontar los desafíos de la internacionalización y las injerencias de las administraciones públicas.

Otro de los desafíos importantes de las cajas de ahorros consiste en avanzar en la clarificación de su misión, especialmente a escala individual, lo que aumentará su diversidad. Ello es posible aumentando los niveles de transparencia y mejor conocimiento del papel que juegan los agentes internos (directivos especialmente) y de sus motivaciones. En este sentido, la elaboración de una regulación que no sustituya a los mercados, pero que permita que el

mercado elija ganadores se antoja como una cuestión clave.

Como tercer punto destacaríamos la discusión de hasta qué punto es la Obra Social un elemento clave para las cajas o una «molestia» para su desarrollo. Avanzar en la medición de los niveles de eficiencia cuando hay múltiples objetivos será un elemento clave en este sentido, así como el análisis del papel de los órganos de gobierno si queremos atajar una excesiva intervención de las administraciones públicas. ¿Cómo se puede garantizar la independencia y autonomía de gestión frente a las administraciones públicas?

Frente a estos desafíos surgen dos reflexiones, a modo de propuesta de futuro para su gobierno: 1) Las cajas de ahorros necesitan diferenciarse; ahora cuentan con una reputación mejor que sus rivales, pero esto no es, en sí mismo, una garantía de ventaja permanente, y el desarrollo de la Obra Social será un elemento clave en este sentido. La traslación de esta preocupación al campo de las prácticas de buen gobierno es que las cajas de ahorros deberían tomar la iniciativa frente a sus competidores, como entidades con finalidad social que son. 2) En la situación actual del mercado bancario, que es una situación competitiva y que genera riqueza, ¿qué razones existen para cambiarla? Cualquier cuestionamiento de estas organizaciones debe aclarar y justificar primero la conveniencia de dichos cambios. En un contexto de incertidumbre, la diversidad organizativa que las cajas aportan puede resultar esencial. Además, mantener la competencia en los mercados de productos puede constituirse en el debate principal, en detrimento de otras cuestiones como es el conseguir una uniformidad de las formas organizativas.

## VII. CONSIDERACIONES FINALES

La tradicional clasificación de los modelos de gobierno corporativo, de control interno y de control externo, sobre la base geográfica de Europa continental, por un lado, e Inglaterra y Estados Unidos, por otro, no resulta una idea aplicable de forma generalizada. No lo es, primero, por la evolución observada a lo largo del tiempo y, en segundo lugar, por las peculiaridades y la diversidad sectorial de las empresas. En cualquier caso, debemos mencionar que si bien la terminología es novedosa, el debate de fondo es cíclico y recursivo, ya que, con diferentes nombres (el modelo japonés de empresa, los grupos de calidad, cogestión, participación de los empleados en la toma de decisiones), temas similares se han venido discutiendo en el pasado.

La distinción tampoco es apropiada para las formas de gobierno corporativo de las empresas bancarias, pues sus mecanismos de gobierno responden mejor a una estructura de múltiples interesados, o *stakeholders*, que a una preocupación exclusiva por los retornos de las inversiones de sus accionistas. La presencia del regulador como garante de la estabilidad del sistema bancario y financiero introduce efectos de sustitución sobre la supervisión que deberían ejercer accionistas y depositantes, introduciendo así distorsiones en los mecanismos de competencia dentro de la propia industria bancaria.

También parece importante destacar aquí que el enfoque de *stakeholders* que hemos presentado presenta problemas de implementación por la presencia de múltiples fines que han dificultado (en los modelos teóricos) una

aceptación más generalizada. No obstante, una vez constatada esta dificultad, tampoco deberíamos caer en la simplificación de aceptar sólo aquello que podemos medir sin problemas o en el simple rechazo de alternativas que aborden un enfoque global, aunque sea de forma imperfecta. De hecho, lo que sí es evidente es que las empresas se enfrentan, en la práctica, a una diversidad de fines e intereses, como bien reflejan muchos de los informes anuales de las grandes corporaciones, que expresamente incluyen una visión amplia y menciones a los diferentes interesados y sus objetivos. La presencia de esa diversidad de fines y sus conflictos no les impide adoptar decisiones.

Esta visión del modelo de gobierno orientado a los interesados es más acentuada para las cajas de ahorros, que en España son participantes relevantes en el sistema financiero. Siendo entidades sin ánimo de lucro, sus estructuras de gobierno y niveles de competencia están sometidos a similares reglas de mercado y de regulación que los bancos, cuya misión claramente responde a los intereses de sus accionistas. La carencia de una misión explícita, debido a su peculiar naturaleza jurídica, hace difícil el diseño de los órganos de gobierno y de los mecanismos de control y supervisión de unos objetivos en algunos casos contradictorios. Las prácticas de buen gobierno, que la teoría económica sitúa en el contexto de señales informativas para los mercados, no parecen ayudar a la clarificación de su futuro, aun cuando la reciente normativa les obliga a proporcionar información más detallada de estas prácticas. La riqueza que supone la diversidad organizativa que aportan las cajas de ahorros se presenta como una garantía de continuidad de la competencia del mercado banca-

rio, y más si estas instituciones son capaces de definir y explicitar de forma individualizada cuáles son sus objetivos, sobre los que habría que arbitrar mecanismos de gobierno y supervisión.

Por tanto, creemos que es conveniente reformular estas preocupaciones básicas de las prácticas de buen gobierno en los siguientes términos: 1) Partir de la presencia de un paradigma dominante, como es la aceptación de que debe existir una protección de los inversores y de los accionistas minoritarios, elemento necesario para que se favorezca el crecimiento de las empresas. Un tema diferente sería analizar si esta protección debe ser de naturaleza explícita o si debe tener un carácter más implícito, determinando quién debe proporcionar dicha protección y generando así diferentes sistemas de gobierno. 2) Cuestionar que sólo exista una única forma óptima de gobierno cuando parece razonable constatar que hay diversidad de formas de gobierno en las empresas. Además, incluso si una de ellas emergiera como la forma óptima, lo sería para un momento y circunstancias dados, ya que con toda seguridad se producirán cambios que obligarían a llevar a cabo ciertas modificaciones (valor de la biodiversidad organizativa). Y finalmente, 3) un elemento adicional que debe obligarnos a ser cautos en la propuesta de cambios es la constatación de que la regulación se mueve, en la mayoría de los casos, por la afloración de escándalos y, por tanto, puede resultar excesiva, como la reciente *Ley Sarbanes-Oxley* y su puesta en marcha demuestran y ya han apuntado diversos autores.

#### NOTAS

(1) La principal referencia sobre el problema de acción colectiva entre depositantes y su efecto contagio es la de DIAMOND (1984).

(2) Este conflicto entre competencia y eficiencia asignativa se pone de manifiesto en el trabajo de SALAS y SAURINA (2003).

(3) Para un detallado análisis de la regulación bancaria en España y su relación con los problemas de gobierno de los bancos, véase SALAS (2003).

(4) Para un análisis exhaustivo de la relación entre la regulación y el gobierno de los bancos en España, véase SALAS (2003) y su descripción de la normativa, que recoge la mayoría de preceptos comentados en la Ley 26/1988.

(5) Las tasas de sustitución de consejeros se han calculado comparando la composición del Consejo de Administración para aquellos miembros que ostentan algún cargo ejecutivo, además del secretario. Para las cajas de ahorros se ha seguido un criterio similar, evitando con ello el problema derivado de las renovaciones de colectivos como los depositantes, que se renuevan de forma automática cada cierto tiempo.

(6) Ley 26/2003, de 17 de julio.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ANDERSON, C., y CAMPBELL II, T. (2000), «Restructuring the Japanese banking system: Has Japan gone far enough?», *International Review of Financial Analysis*, 9 (2): 197-218.
- BARRO, J., y BARRO, R. J. (1990), «Pay, performance and turnover of bank CEOs», *Journal of Labor Economics*, 8: 448-481.
- BLACKWELL, D.; BRICKLEY, J., y WEISBACH, M. (1994), «Accounting information and internal performance evaluation. Evidence from Texas banks», *Journal of Accounting and Economics*, 17: 331-358.
- CRESPI, R., y GARCÍA-CESTONA, M. A. (2001), «Ownership and control of Spanish listed firms», en BARCA, F., y BECHT, M. (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.
- CRESPI, R.; GARCÍA-CESTONA, M. A., y SALAS, V. (2004), «Governance mechanisms in Spanish banks: Does ownership matter?», *Journal of Banking and Finance* (en prensa).
- DIAMOND, D. (1984), «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51: 393-414.
- FAMA, E. F. (1980), «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, vol. 88, n.º 2: 288-307.
- FRANKS, J.; MAYER, C., y ROSSI, S. (2003), «The origination and evolution of ownership and control», *ECGI-Finance Working Paper*, número 09/2003.
- GARCÍA-CESTONA, M. A., y SURROCA, J. (2003), «Eficiencia en organizaciones orientadas a los interesados: Las cajas de ahorros españolas», *Fundación de Estudios de*

*Economía Aplicada, Estudios sobre la Economía Española*, n.º 146.

- GISPERT, C. (1998), «Board turnover and firm performance in Spanish companies», *Investigaciones Económicas*, 22 (3): 517-536.
- GOMPERS, Paul, y METRICK, Andrew (2001), «Institutional investors and equity prices», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116 (1): 229-260.
- GRIFELL-TATJÉ, E., y LOVELL, C. (1997), «The sources of productivity change in Spanish banking», *European Journal of Operational Research*, 98: 364-380.
- HALL, Brian, y MURPHY, Kevin (2002), «Stock options for undiversified executives», *Journal of Accounting and Economics*: 3-42.
- HAMALAINEN, Paul (2004), «Mandatory subordinated debt and the corporate governance of banks», *Corporate Governance*, volumen 12, n.º 1, enero.
- HANSMANN, H. (1996), *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.
- HERMALIN, Ben, y WEISBACH, Michael (2003), «Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature», *Economic Policy Review*.
- HOLMSTRÖM, B., y MILGROM, P. (1991), «Multitask principal-agent analysis: Incentive contracts, assets ownership and design», *Journal of Law, Economics and Organization*, 7: 24-51.
- HOLMSTRÖM, B., y KAPLAN, S. N. (2003), «The state of US corporate governance: What's right and what's wrong?», *ECGI Finance Working Paper*, n.º 23/2003.
- JENSEN, M. (2001), «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function», *Journal of Applied Corporate Finance*, 14, n.º 3.
- KAPLAN, S. (1994a), «Top executives, turnover, and firm performance in Germany», *Journal of Law, Economics and Organization*, 10: 142-159.
- (1994b), «Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the US», *Journal of Political Economy*, 102: 510-546.
- KAPLAN, S., y MINTON, B. (1994), «Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers», *Journal of Financial Economics*, 36 (2): 225-258.
- KOSE, J., y QIAN, Y. (2003), «Incentive features in CEO compensation in the banking industry», *Economic Policy Review*, 9: 109-121.
- LEY 26/1988, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- LEY 26/2003, de 17 de julio con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas.

<p>LOZANO, A. (1998), «Efficiency and technical change for Spanish banks», <i>Applied Financial Economics</i>, 8: 289-300.</p> <p>MACEY, J., y O'HARA, M. (2003), «The corporate governance of banks», <i>Economic Policy Review</i>, 9: 91-108.</p> <p>MCCAREY, J., y RENNEBOOG, L. (2002), «Recent developments in corporate governance», en <i>Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity</i>, McCAREY, MOERLNAD, RAAIJMAKERS, y RENNEBOOG (eds.), Oxford University Press.</p> <p>PASTOR, J. (1995), «Eficiencia, cambio productivo y cambio técnico en los bancos y cajas de ahorros españolas: un análisis de la frontera no-paramétrica», <i>Revista Española de Economía</i>, 12 (1): 35-73.</p> <p>PRESENTE Y FUTURO DE LAS CAJAS DE AHORROS (2003), Fundación Caixa Galicia (Centro de Inves-</p>	<p>tigación Económica y Financiera) y Analistas Financieros Internacionales.</p> <p>PROWSE, S. (1997), «The corporate governance system in banking: What do we know?», <i>Banca del Lavoro Quarterly Review</i>, marzo.</p> <p>— (1995), «Alternative methods of corporate control in commercial banks», <i>Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review</i>, tercer trimestre: 24-36.</p> <p>RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1998), «Power in the theory of the firm», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, 113: 387-432.</p> <p>— (2000), «The governance of the new enterprise», en VIVES, X. (ed.), <i>Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives</i>, Cambridge U. Press.</p> <p>SALAS FUMÁS, V. (2003), «El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación», <i>Banco</i></p>	<p><i>de España, Estabilidad Financiera</i>, núm. 5: 197-228.</p> <p>SALAS, V., y SAURINA, J. (2003), «Deregulation, market power and risk behaviour of Spanish banks», <i>European Economic Review</i>.</p> <p>SHLEIFER, Andrei, y VISHNY, Robert W. (1997), «A survey of corporate governance», <i>Journal of Finance</i>, 52: 737-783.</p> <p>TIROLE, J. (2001), «Corporate governance», <i>Econometrica</i>, 69 (1): 1-35.</p> <p>WARNER, J.; WATS, R. L., y WRUCK, K. (1988), «Stock prices and top management changes», <i>Journal of Financial Economics</i>, 20: 461-492.</p> <p>ZIEGLER, J. N. (2000), «Corporate governance and the politics of property rights in Germany», <i>Politics and Society</i>, 28, n.º 2 (junio): 195.</p> <p>ZINGALES, L. (1998), «Corporate governance», <i>The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law</i>.</p>
--	---	--

## Resumen

En este trabajo se analizan las pautas de comportamiento de la red de sucursales de bancos y cajas de ahorros en tanto que una de las principales variables de competencia vía no-precio, mediante distintas aproximaciones basadas en datos individuales y en información relativa a estos grupos institucionales con diferente nivel de desagregación geográfica. Asimismo, se estudia la interacción entre competencia en precios y competencia en sucursales.

*Palabras clave:* competencia en el sector bancario, competencia vía no-precio, red de sucursales.

## Abstract

This article studies the patterns of behavior of one of the main variables of non-price competition: branch networks of banks and saving bank. Individual firms and institutional groups data are analysed with several levels of geographical aggregation. The interaction between price and branch competition is also studied.

*Key words:* banking competition, non-price competition, branch network.

*JEL classification:* G21.

# LA COMPETENCIA VÍA NO-PRECIO EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

José A. NOVO PETEIRO (\*)

Universidad de A Coruña

## I. INTRODUCCIÓN

LOS cambios normativos, tecnológicos y de entorno económico acaecidos en las últimas décadas han tenido como consecuencia una auténtica metamorfosis de la actividad en el sector bancario. En poco más de dos décadas, las empresas del sector han pasado de competir en un escenario en el que la práctica totalidad de las variables de decisión estaban, en mayor o menor medida, condicionadas por la regulación, y donde las limitaciones provenían asimismo de las escasas posibilidades técnicas ofrecidas por la tecnología disponible, a otro en el que el abanico de variables en las que es posible competir en precios, calidades y variedades se ha visto ampliado progresivamente (1). Sin duda, esta amplitud constituye una de las más importantes dificultades para evaluar adecuadamente la intensidad de la competencia en los distintos mercados en los que las entidades operan. En otras palabras, buena parte de la lucha por la cuota de mercado se articula en la actualidad sobre variables diferentes del precio, cuyo análisis está con frecuencia condicionado por las dificultades de observación debidas a su carácter cualitativo y, en muchos casos, también por las limitaciones en la información disponible.

Los productos bancarios y financieros en general pueden entenderse como conjuntos de servicios y de características, de las cuales los tipos de interés y las comisiones son sólo una parte, en ocasiones menos importante que

las demás en la valoración del consumidor. El término competencia vía «no-precio» incluye un conjunto muy variado de instrumentos que van desde las diferentes acepciones de lo que se entiende por calidad (esto es, diseño de productos y servicios, accesibilidad de los canales de distribución, atención al cliente y un largo etc.), la publicidad, la venta cruzada y en paquetes hasta la imagen, la confianza y la reputación de solvencia de la entidad. Todos ellos tienen en común que la velocidad con la que pueden ser modificados es de medio y largo plazo, a diferencia del precio, cuyo horizonte temporal de variación es corto.

De entre todos estos elementos, en el caso del sector bancario reciben mención habitual la publicidad, el trato preferencial, la venta conjunta y la red de distribución. La rivalidad en gastos de publicidad y propaganda constituye uno de los más importantes exponentes del tipo de competencia que se establece en un sector, dado que, tal y como recuerda Freixas (1996: 27), «competir en publicidad implica competir en otros elementos que no son los precios de los productos» y al mismo tiempo «puede también llevar a una competencia en precios». El rol de la publicidad resulta especialmente destacable en el marco del sector bancario, en la medida en la que buena parte de los servicios que una entidad ofrece responde a las características de bien de búsqueda, de bien de experiencia y/o bien de confianza. Sin embargo,

muy pocos son los estudios sobre el comportamiento de las entidades de depósito en este ámbito, de los que destacamos Pinho (2000), aplicado al sector bancario portugués, en donde se constata que tras la desregulación se produce un incremento simultáneo en competencia en precio y en las variables no-precio consideradas. Las razones de este escaso tratamiento no son otras que, tal y como se apuntaba anteriormente, la escasa disponibilidad de este tipo de información. Sólo algunas entidades hacen público en sus memorias el dato anual de publicidad y propaganda de su cuenta de resultados. Por su parte, el Banco de España ha publicado tal desglose de los gastos de explotación para los agregados de bancos y cajas en un corto intervalo de tiempo (1998-2001), lo que tan sólo nos permite observar que la ratio para las cajas de ahorros de esta partida sobre activos totales medios duplica a la de los bancos. Similares comentarios podrían realizarse respecto de otro de los componentes de los gastos de explotación con fuertes implicaciones en términos de competencia en calidad: los gastos en informática.

El trato preferencial y las relaciones de clientela establecidas sobre la base informacional de una historia bancaria constituyen en buena medida, por las características antes mencionadas de los servicios bancarios, un factor esencial de la estrategia de negocio de la actividad bancaria minorista. Sin embargo, su consideración de competencia vía no-precio resulta bastante discutible dado que, en general, son el resultado de la segmentación de la clientela y encuentran en la práctica su concreción en forma de descuentos, promociones y otras ventajas de precio. Análogas

consideraciones caben respecto de la venta conjunta, en paquetes y/o cruzada, herramientas típicas de las empresas multiproducto con la finalidad de realizar una adecuada discriminación de precios y como ventaja competitiva a utilizar para la entrada en una determinada área de negocio de interés.

El diseño de la red de distribución, y más concretamente de la red de sucursales, ha sido el aspecto tratado en un mayor número de aproximaciones, lo cual se justifica por su importancia pasada y presente en cuanto que factor de atracción de clientela y de calidad de servicio. La proximidad física ha sido y es factor estratégico clave, minorado en cierta medida en la actualidad por el desarrollo de nuevos canales, pero cuya importancia continúa siendo de primera magnitud a la vista de la experiencia reciente del segmento minorista español. Este trabajo se centra en el estudio de sus pautas de comportamiento en las últimas décadas desde distintos puntos de vista: el de los datos agregados, el de la desagregación geográfica y el de los datos individualizados de las entidades de depósito para las que la sucursal constituye una variable competitiva fundamental en su orientación de negocio.

La organización de este trabajo es la siguiente: en primer lugar, se repasan someramente las aproximaciones al estudio de la red de oficinas como variable estratégica; a continuación, el apartado III presenta un análisis del tipo de competencia en red de sucursales siguiendo distintos tipos de aproximación; el apartado IV estudia la interacción entre competencia en precios y competencia en red de oficinas; finalmente, el V resume los principales resultados del análisis.

## II. APROXIMACIONES AL ESTUDIO DE LA COMPETENCIA EN SUCURSALES

Un buen número de aportaciones se han dedicado hasta la fecha a analizar la red de sucursales como variable estratégica en el sector bancario. En un plano teórico, podemos destacar el trabajo de Matutes y Padilla (1994), que muestra cómo en un contexto regulado las redes de sucursales pueden tender a sobredimensionarse como consecuencia de la generación de un dilema del prisionero. Con un enfoque teórico y especificación contrastable, debemos destacar los trabajos de Fuentelsaz y Salas (1992) y Gual (1992), quienes estudian la dimensión óptima de la red de oficinas bancarias española en el contexto del modelo de competencia espacial de Salop. Coello (1994) analiza la competencia entre bancos y cajas en el mercado de depósitos teniendo en cuenta la simetría en la localización geográfica, intentando además recoger la idea del tipo de interés implícito como equivalencia en tipo de interés de características de la red de oficinas. Schmid (1994) estima, también a partir del modelo de ciudad circular de Salop, los efectos de la regulación de establecimiento de sucursales en cuatro países europeos, entre ellos España. Fuentelsaz (1996) se centra, desde una perspectiva provincial, en los procesos de fusión y de entrada en nuevos mercados que caracterizan la dinámica de la competencia entre cajas de ahorros. Coello (1997) estudia la evolución en el nivel de simetría en la posición de bancos y cajas en un nivel regional y provincial. Galmés (1993) analiza los cambios en las pautas de diversificación geográfica en las entidades bancarias que operan en España como consecuencia de la liberalización de la apertura de oficinas.

Barros (1999) y Cerasi *et al.* (2002) estudian desde distinta perspectiva la interacción entre las decisiones de establecimiento de sucursales y la competencia en precios. En el primer caso, se trata de un modelo (teórico con aplicación al sector bancario portugués) de competencia espacial que tiene en cuenta el carácter multi-mercado de la competencia en el sector bancario para explicar la dispersión de precios. En el segundo caso, se estudia dicha interacción en nueve países de la Unión Europea, entre ellos España. Kim y Vale (2001) analizan empíricamente para el sector bancario noruego el carácter estratégico de las decisiones de establecimiento de sucursales en un modelo de oligopolio. Andújar y Serrano (2003) analizan la evolución de la red de oficinas en el sector de las cajas de ahorros. Finalmente, Fuentelsaz y Gómez (2001) y De Juan (2003a y b) se ocupan de las pautas de entrada en los submercados que componen el mercado nacional con diferentes metodologías y desde un distinto nivel de desagregación geográfica. Los resultados de De Juan (2003b) sugieren que las entidades a escala local no compiten en precios, sino que compiten en otras dimensiones distintas al precio, como podrían ser publicidad, localización o promociones.

### III. EL COMPORTAMIENTO DE LA RED DE OFICINAS EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

#### 1. Datos agregados

El estudio de la evolución del número de sucursales de bancos y cajas en el período 1974-2003 ofrece resultados bastante significativos ya en una primera aproximación a los datos agregados a escala nacional (véase cuadro nú-

mero 1). Así, el volumen total de oficinas se multiplica por tres en este período; más concretamente, para los bancos se multiplica por 2,5 y para las cajas por 3,3. En términos del número de oficinas por habitante, esta evolución implica que la densidad de la red se duplica en el caso de los bancos, en tanto que para las cajas casi llega a triplicarse.

Esta diferencia entre ambos tipos de entidades resulta mucho más acusada cuando calculamos la tasa de variación anual en el número de oficinas, tal y como puede apreciarse en el gráfico 1. El porcentaje de variación cae en el caso de los bancos desde niveles muy elevados, superiores al 10

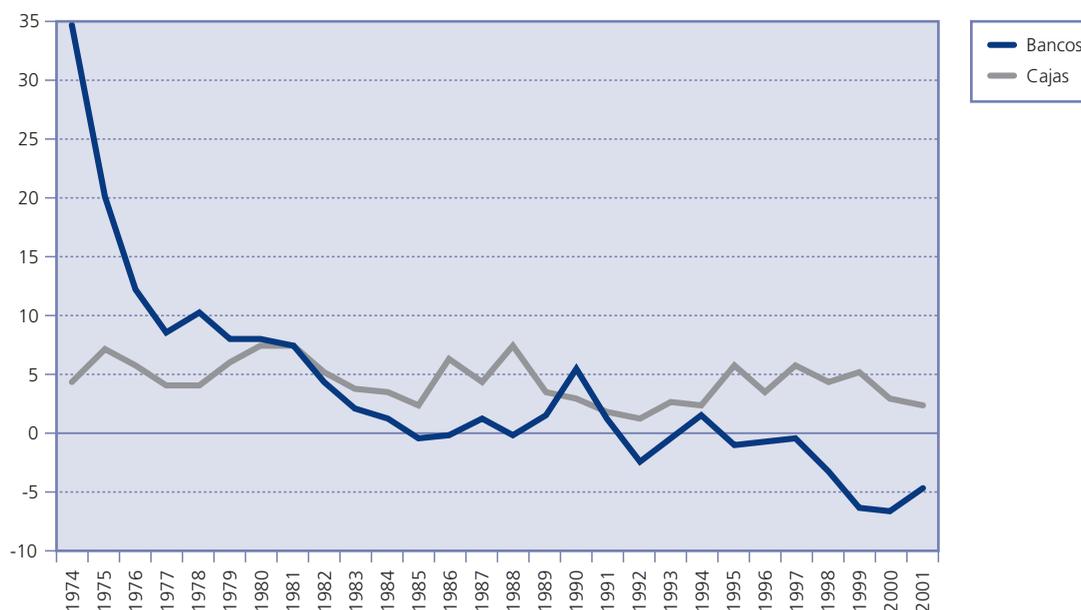
por 100 hasta comienzos de los ochenta, para alcanzar después tasas negativas desde mediados de los noventa hasta la actualidad. Las cajas, por su parte, mantienen una trayectoria bastante uniforme, que puede resumirse en una tasa media anual de crecimiento de alrededor de un 5 por 100, lo cual introduce un importante matiz a un planteamiento relativamente extendido que relaciona el crecimiento de la red de las cajas con la desaparición de las restricciones a su expansión geográfica a finales de los ochenta. Más aún, entre los años 1990 y 1995 podemos encontrar las tasas de crecimiento más bajas de esa serie de treinta años, como consecuencia de procesos

CUADRO N.º 1

#### NÚMERO DE OFICINAS Y DENSIDAD DE LA RED

AÑO	NÚMERO DE OFICINAS		OFICINAS POR 10.000 HABITANTE	
	Bancos	Cajas	Bancos	Cajas
1974 .....	5.628	6.098	1,59	1,73
1975 .....	7.582	6.363	2,12	1,78
1976 .....	9.098	6.818	2,52	1,89
1977 .....	10.210	7.206	2,79	1,97
1978 .....	11.094	7.502	3,00	2,03
1979 .....	12.238	7.807	3,28	2,09
1980 .....	13.231	8.288	3,53	2,21
1981 .....	14.299	8.900	3,79	2,36
1982 .....	15.380	9.571	4,05	2,52
1983 .....	16.062	10.065	4,21	2,64
1984 .....	16.412	10.440	4,29	2,73
1985 .....	16.606	10.797	4,32	2,81
1986 .....	16.518	11.061	4,29	2,87
1987 .....	16.498	11.754	4,27	3,04
1988 .....	16.691	12.252	4,31	3,16
1989 .....	16.677	13.168	4,30	3,39
1990 .....	16.917	13.642	4,35	3,51
1991 .....	17.824	14.031	4,58	3,61
1992 .....	18.058	14.291	4,63	3,66
1993 .....	17.636	14.485	4,51	3,70
1994 .....	17.557	14.880	4,48	3,80
1995 .....	17.842	15.214	4,55	3,88
1996 .....	17.674	16.094	4,50	4,10
1997 .....	17.530	16.636	4,46	4,23
1998 .....	17.450	17.582	4,42	4,46
1999 .....	16.905	18.337	4,27	4,63
2000 .....	15.811	19.268	3,96	4,83
2001 .....	14.756	19.829	3,66	4,92
2002 .....	14.072	20.326	3,43	4,96

GRÁFICO 1  
**PORCENTAJE DE VARIACIÓN DEL NÚMERO DE OFICINAS: BANCOS VS. CAJAS**



de fusión. Como veremos, la alteración más importante inducida por ese cambio normativo tiene su concreción en cambios en la diversificación geográfica más que en la dimensión cuantitativa de la red, cuya dinámica no parece experimentar grandes cambios.

## 2. Datos regionales y provinciales

Comenzamos con los datos relativos a la distribución provincial de oficinas de entidades de depósito, en donde destacaremos en primer lugar su disparidad, la cual no puede ser explicada tan sólo, y como cabe esperar, basándonos en la desigual distribución de la actividad económica que motiva la demanda de servicios del sector, sino también, al mismo tiempo, en una cierta tendencia a la aglomeración de acuerdo con las explicaciones de la teoría de la localización. Así, por ejemplo, pue-

de apreciarse que prácticamente un tercio del incremento bruto del número de sucursales en todo el territorio nacional entre 1974 y 2003 (con datos correspondientes al mes de septiembre) está localizado en Madrid y Barcelona. Además de estas dos provincias, los mayores incrementos en la red se encuentran en las provincias mediterráneas, de manera especial Gerona, Castellón y Baleares (véase cuadro n.º 2). Asimismo, respecto de la vigencia de la sucursal como variable de competencia, dice mucho el hecho de que en un tercio del total de provincias no se haya detenido el proceso de expansión de la red (las tres isleñas, buena parte de Andalucía, la mayor parte de las provincias mediterráneas, Madrid, Badajoz, Vizcaya, y Zaragoza), en el sentido de que el número más alto de oficinas se corresponde a la última observación disponible al cierre de este trabajo, esto es, septiembre de 2003.

Si dividimos los treinta años considerados en tres períodos, tal y como indica el cuadro n.º 2, las tasas de variación del número de oficinas para cada uno de ellos muestran que en el primer intervalo considerado, 1974-1985, el comportamiento es más homogéneo entre provincias, en el sentido de que todas experimentan un crecimiento elevado (obsérvese que la desviación típica y el coeficiente de variación son bastante bajos), en tanto que en los dos períodos siguientes esa situación cambia en un doble sentido: primero, las tasas de variación son mucho más bajas, llegando en muchos casos a ser negativas, y segundo, el comportamiento interprovincial es muy heterogéneo (la desviación típica es aproximadamente el doble de la media para ambos intervalos de tiempo). En coincidencia con lo apuntado antes en relación con las provincias en donde el número de oficinas sigue creciendo, las marcadas

CUADRO N.º 2

**PORCENTAJE DE VARIACIÓN EN EL NÚMERO TOTAL DE OFICINAS DE ENTIDADES  
DE DEPÓSITO. DISTRIBUCIÓN PROVINCIAL**

	1974-1985	1985-1995	1995-2003	1974-2003
Álava.....	82,63	-13,11	10,19	74,85
Albacete.....	56,25	1,45	8,96	72,73
Alicante.....	120,90	8,70	8,55	160,64
Almería.....	103,16	9,33	33,41	196,32
Asturias.....	124,31	6,65	1,04	141,71
Ávila.....	52,46	5,91	0,00	61,48
Badajoz.....	100,00	9,76	22,69	169,32
Baleares.....	134,85	21,29	16,70	232,42
Barcelona.....	202,91	14,25	6,78	269,53
Burgos.....	77,78	9,82	4,47	103,97
Cáceres.....	98,72	-3,21	4,42	100,85
Cádiz.....	99,63	13,32	2,98	132,96
Cantabria.....	113,49	7,84	-8,28	111,16
Castellón.....	182,56	9,88	7,49	233,72
Ciudad Real.....	66,45	-11,82	-7,03	36,45
Córdoba.....	80,45	2,31	6,25	96,15
La Coruña.....	125,00	13,70	2,50	162,21
Cuenca.....	107,87	-3,41	-4,31	92,13
Gerona.....	182,64	15,50	-3,54	214,88
Granada.....	83,33	12,00	18,02	142,33
Guadalajara.....	126,14	2,51	2,94	138,64
Guipúzcoa.....	46,79	-3,83	-0,57	40,37
Huelva.....	72,09	-5,68	6,02	72,09
Huesca.....	50,76	-3,29	-5,50	37,79
Jaén.....	46,13	5,70	11,56	72,32
León.....	125,51	0,90	1,79	131,63
Lérida.....	129,46	-8,78	-0,37	108,53
Lugo.....	83,94	5,63	-9,33	76,17
Madrid.....	145,81	38,21	20,23	308,46
Málaga.....	75,06	20,81	16,76	146,94
Murcia.....	90,45	19,78	28,84	193,90
Navarra.....	101,93	16,40	-7,11	118,33
Orense.....	87,44	2,63	-10,96	71,30
Palencia.....	110,08	-6,40	-7,69	81,51
Las Palmas.....	87,83	21,41	27,61	191,01
Pontevedra.....	131,40	9,00	-1,62	148,12
La Rioja.....	81,74	0,50	7,25	95,89
Salamanca.....	104,47	-2,73	5,06	108,94
Sta. Cruz de Tenerife..	104,74	10,88	16,49	164,45
Segovia.....	139,19	4,52	0,54	151,35
Sevilla.....	72,90	20,86	13,97	138,17
Soria.....	54,87	-3,43	-8,88	36,28
Tarragona.....	167,06	-2,64	10,26	186,67
Teruel.....	53,44	15,42	-3,02	71,76
Toledo.....	120,77	4,01	-6,20	115,38
Valencia.....	131,46	22,49	5,28	198,49
Valladolid.....	127,48	-4,55	6,85	131,98
Vizcaya.....	74,00	3,58	10,36	98,89
Zamora.....	95,20	3,69	-5,14	92,00
Zaragoza.....	89,44	13,54	6,01	128,02
Otros territorios.....	22,22	0,00	15,15	40,74
Promedio.....	100,89	6,50	5,45	
Desviación típica.....	37,06	10,02	10,28	
Coefficiente variación..	0,37	1,54	1,89	

diferencias en los porcentajes de variación en el último de los intervalos señalan claramente los mercados provinciales en los que la competencia en red parece ser muy importante hoy en día.

Este tipo de datos nos permite además el cálculo de un coeficiente de concentración provincial de oficinas, a fin de valorar la evolución en las diferencias entre distintas áreas geográficas (provincias en este caso). A tales efectos, se calcula para cada año el sumatorio del cuadrado de la proporción de oficinas de cada provincia sobre el total nacional. El índice puede tomar valores entre  $1/n$  (siendo  $n$  el número de provincias), representativo de la máxima diversificación, y 1, cuyo significado es la máxima concentración de sucursales. Se observa que partiendo de 0,0317 para el año 1974 crece de manera continua hasta el 0,0494 correspondiente al año 2003 (con datos del mes de septiembre), lo que refleja un aumento de la concentración provincial de oficinas, si bien en valores relativos bastante bajos.

El índice de simetría propuesto por Coello (1997) ofrece otra perspectiva interesante de estos datos, al resumir en un único valor la posición relativa de los dos principales grupos de entidades de depósito. Este índice se define como la ratio entre el número de sucursales de bancos y el de las cajas, con lo que valores inferiores (superiores) a la unidad representan una mayor participación de las cajas (los bancos) en el mercado de referencia. En un ámbito regional, apreciamos en primer lugar que la situación respecto de 1996, el último de los años incluidos en el trabajo mencionado, ha variado sustancialmente profundizando en la dirección de años precedentes (véase cuadro n.º 3): el índice ve disminuir su valor en todas las re-

CUADRO N.º 3

RATIO DE SIMETRÍA REGIONAL

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (sept.)
País Vasco .....	1,37	1,38	1,38	1,31	1,20	1,07	1,03	1,03
Cataluña .....	0,77	0,73	0,67	0,62	0,53	0,48	0,45	0,44
Galicia .....	1,52	1,51	1,45	1,39	1,27	1,27	1,20	1,17
Andalucía .....	0,84	0,81	0,78	0,73	0,66	0,60	0,55	0,54
Asturias .....	3,07	3,13	2,95	2,68	2,35	1,92	1,67	1,60
Cantabria .....	1,58	1,59	1,52	1,33	1,21	1,11	0,96	0,95
La Rioja .....	0,68	0,67	0,65	0,59	0,54	0,47	0,45	0,44
Murcia .....	0,92	0,86	0,82	0,77	0,69	0,62	0,57	0,55
C. Valenciana .....	1,31	1,17	1,09	1,04	0,92	0,84	0,79	0,78
Aragón .....	0,77	0,74	0,72	0,68	0,61	0,54	0,51	0,50
Castilla-La Mancha .....	0,80	0,78	0,75	0,71	0,63	0,54	0,49	0,49
Canarias .....	1,45	1,47	1,41	1,25	1,14	1,04	0,97	0,95
Navarra .....	1,01	1,01	0,97	0,88	0,93	0,86	0,81	0,79
Extremadura .....	1,00	0,99	0,97	0,90	0,83	0,75	0,72	0,71
Islas Baleares .....	1,52	1,52	1,27	1,20	1,08	1,01	0,96	0,93
Madrid .....	1,84	1,65	1,45	1,33	1,09	0,97	0,88	0,85
Castilla y León .....	1,01	1,02	0,99	0,88	0,80	0,73	0,67	0,66
Desviación típica .....	0,57	0,58	0,53	0,48	0,42	0,35	0,31	0,30
Media .....	1,26	1,24	1,17	1,07	0,97	0,87	0,80	0,79
Coefficiente variación .....	0,45	0,47	0,46	0,45	0,43	0,41	0,38	0,38

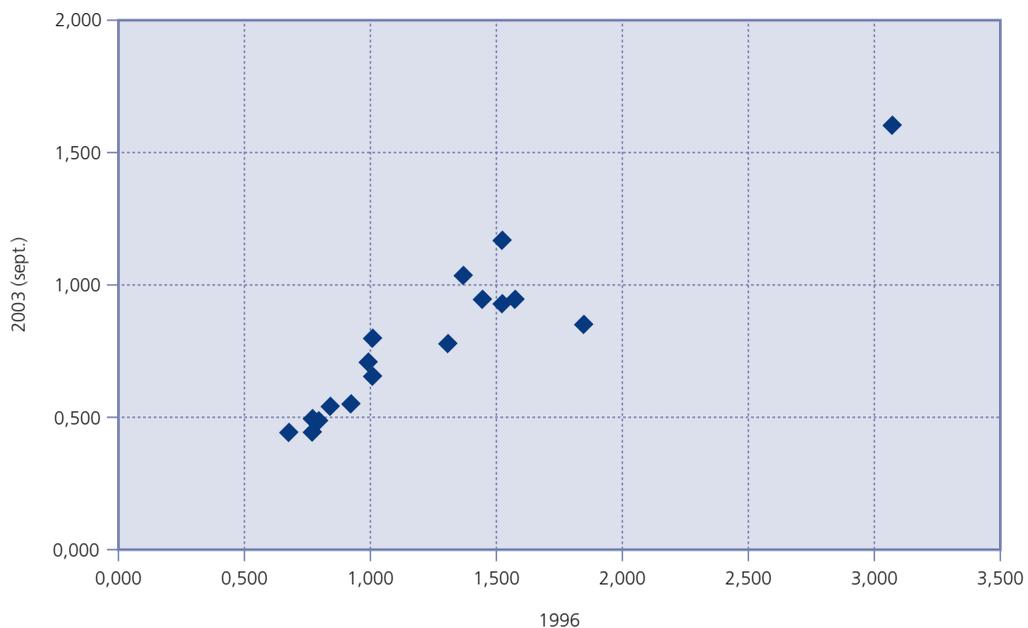
giones españolas. Ello tiene como consecuencia que si en 1996 eran diez las regiones en las que el coeficiente tomaba valores superiores a la unidad (en el gráfico 2, aquellos puntos situados a la derecha de la vertical en uno), en 2003 (datos de septiembre) esto sólo ocurre en tres regiones, que se corresponden con País Vasco, Galicia y Asturias (en el gráfico, los puntos situados por encima de la horizontal en uno). En relación con este dato, sirva como referente la tendencia iniciada a comienzos de los ochenta, cuando la asimetría resultaba favorable a las cajas tan sólo en una región (véase gráfico 4). Las mayores reducciones en el índice se corresponden a Madrid, Asturias, Cataluña, Murcia y Comunidad Valenciana. A diferencia de la tendencia antes de 1996, no podemos asociar con generalidad estas mayores reducciones a la presencia de un índice inicial elevado, dado que en algunos casos, como Murcia y Cataluña, el índice disminuye con gran inten-

sidad a pesar de partir de niveles inferiores a la unidad. Idéntico comentario cabe realizar respecto de las menores reducciones, que se encuentran en País Vasco, Galicia y Navarra.

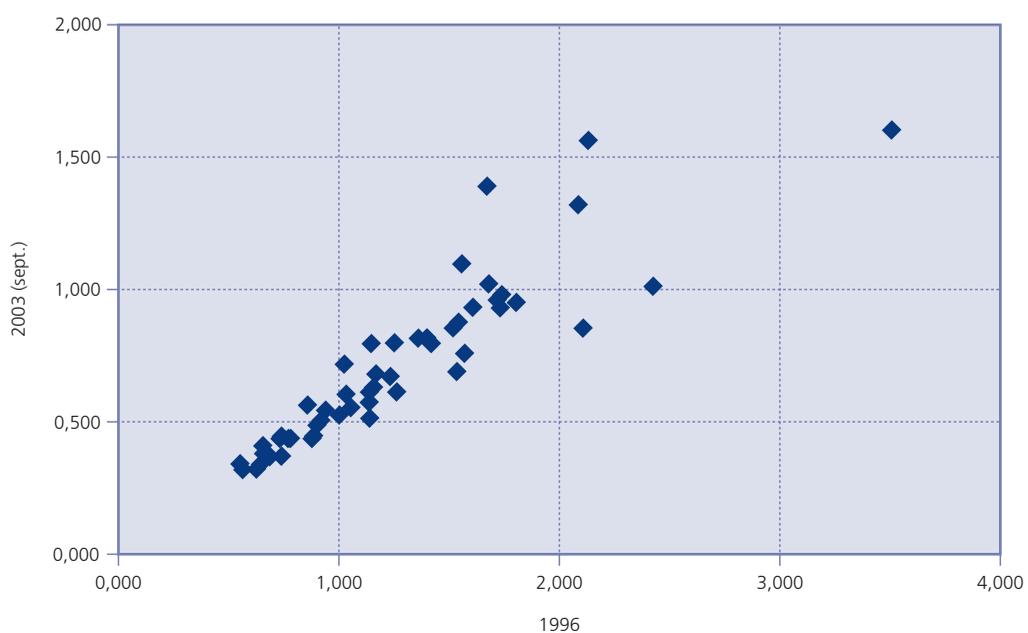
Nuestro siguiente paso consiste en realizar el mismo análisis con un nivel de desagregación geográfica mayor, el provincial, sin duda más apropiado a la noción de mercado relevante en los segmentos de clientela y servicios, en los que la sucursal juega un papel importante. El estudio por provincias añade variaciones en la posición relativa de bancos y cajas que el de regiones no manifiesta (véase cuadro n.º 4). Así, por ejemplo, algunas de las mayores variaciones en la ratio se encuentran en provincias pertenecientes a comunidades que no habían destacado en el análisis regional: Almería, Ciudad Real, Cuenca y Córdoba presentan variaciones que superan el 40 por 100. En el otro extremo se encuentran algunas de

provincias del País Vasco y Galicia, concretamente Guipúzcoa, Álava, Lugo y Pontevedra. No menos significativo es el número de provincias en las que la ratio supera la unidad, seis concretamente, frente a las 26 en las que esto sucedía en 1996: Asturias, Badajoz, A Coruña, Guipúzcoa, Lugo y Pontevedra (véase gráfico 3). Tal y como podemos apreciar en el gráfico 4, a principios de los ochenta el número de provincias con asimetría favorable a los bancos superaba las cuarenta. Al observar conjuntamente en ese mismo gráfico la evolución regional y provincial, se aprecia muy claramente un crecimiento asociado a la fase de mayor expansión de los bancos y una contracción posterior, resultado del ajuste en la dimensión de la red de los bancos (como veremos, básicamente de los dos grandes) a lo que acompañó un crecimiento sostenido de la red de las cajas. El resultado es que los niveles de simetría bancos-cajas son similares en 1974 y en 2000.

**GRÁFICO 2**  
**SIMETRÍA REGIONAL BANCOS-CAJAS: 1996-2003**



**GRÁFICO 3**  
**SIMETRÍA PROVINCIAL BANCOS-CAJAS: 1996-2003**

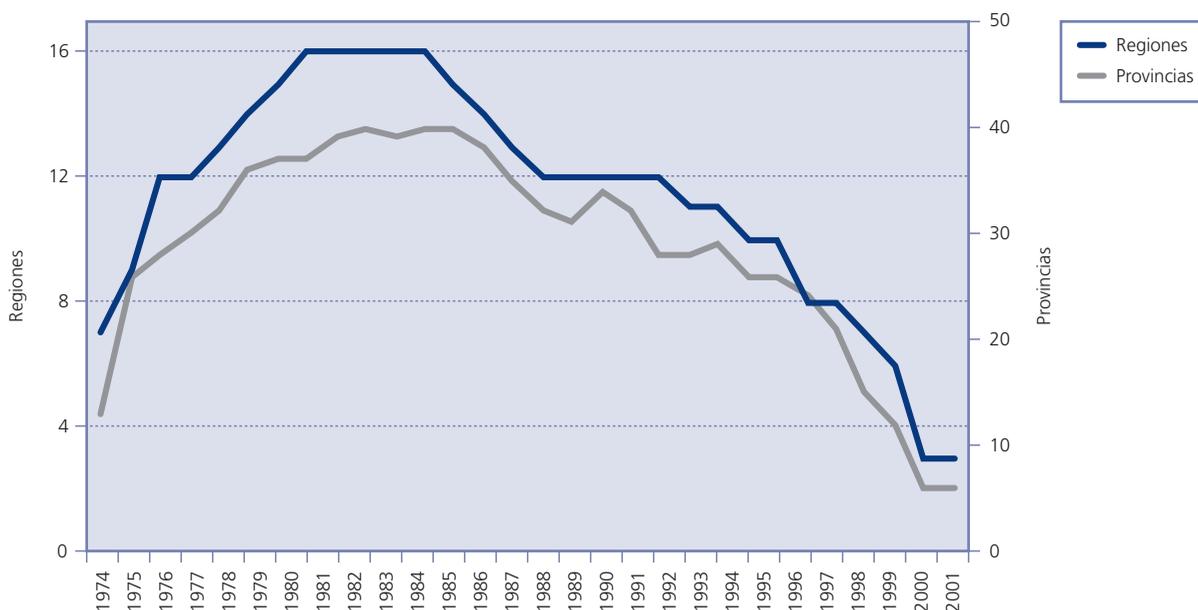


CUADRO N.º 4

RATIO DE SIMETRÍA PROVINCIAL 1996-2003

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (sept.)	Variación 1996-2003	Porcentaje variación 1996-2003
Alava .....	0,89	0,95	0,91	0,87	0,80	0,74	0,72	0,72	-0,18	-19,83
Albacete .....	0,64	0,61	0,58	0,58	0,57	0,47	0,44	0,44	-0,20	-30,91
Alicante .....	1,25	1,20	1,16	1,11	1,00	0,89	0,82	0,80	-0,45	-35,99
Almería .....	0,99	0,94	0,86	0,76	0,69	0,60	0,55	0,51	-0,48	-48,60
Asturias.....	3,07	3,13	2,95	2,68	2,35	1,92	1,67	1,60	-1,48	-48,00
Ávila .....	0,57	0,58	0,56	0,50	0,47	0,41	0,39	0,38	-0,19	-33,67
Badajoz.....	1,47	1,45	1,38	1,31	1,22	1,10	1,04	1,02	-0,46	-30,91
Baleares .....	1,52	1,52	1,27	1,20	1,08	1,01	0,96	0,93	-0,59	-39,00
Barcelona.....	0,77	0,73	0,68	0,63	0,53	0,48	0,45	0,44	-0,33	-42,90
Burgos .....	0,49	0,49	0,50	0,45	0,42	0,39	0,34	0,34	-0,15	-30,30
Cáceres .....	0,65	0,64	0,63	0,56	0,52	0,46	0,44	0,44	-0,20	-31,08
Cádiz .....	0,75	0,71	0,78	0,74	0,67	0,61	0,56	0,56	-0,19	-25,51
Cantabria.....	1,58	1,59	1,52	1,33	1,21	1,11	0,96	0,95	-0,63	-39,95
Castellón.....	1,23	1,13	1,05	1,01	0,92	0,85	0,81	0,82	-0,41	-33,40
Ciudad Real .....	0,65	0,60	0,60	0,57	0,52	0,42	0,38	0,37	-0,28	-43,33
Córdoba.....	0,78	0,75	0,70	0,64	0,59	0,49	0,45	0,44	-0,33	-42,85
La Coruña .....	1,83	1,79	1,73	1,66	1,49	1,40	1,35	1,32	-0,51	-27,86
Cuenca .....	1,10	1,13	0,96	0,88	0,72	0,65	0,64	0,62	-0,49	-44,16
Gerona.....	1,00	0,95	0,83	0,77	0,65	0,62	0,58	0,58	-0,42	-42,18
Granada.....	0,60	0,60	0,55	0,48	0,44	0,41	0,38	0,37	-0,23	-38,37
Guadalajara .....	0,49	0,53	0,52	0,49	0,43	0,36	0,32	0,32	-0,17	-34,13
Guipúzcoa .....	1,47	1,45	1,72	1,70	1,63	1,47	1,39	1,39	-0,08	-5,32
Huelva .....	0,68	0,67	0,65	0,60	0,54	0,48	0,45	0,43	-0,25	-36,77
Huesca.....	0,82	0,81	0,79	0,73	0,68	0,59	0,56	0,54	-0,28	-33,92
Jaén .....	0,56	0,55	0,52	0,48	0,44	0,38	0,34	0,34	-0,23	-40,44
León .....	1,49	1,44	1,38	1,21	1,13	1,04	0,96	0,96	-0,53	-35,77
Lérida.....	0,79	0,76	0,70	0,63	0,56	0,52	0,49	0,49	-0,30	-38,43
Lugo .....	1,86	1,86	1,86	1,70	1,60	1,69	1,60	1,56	-0,30	-16,35
Madrid.....	1,84	1,65	1,45	1,33	1,09	0,97	0,88	0,85	-0,99	-53,93
Málaga .....	1,19	1,12	1,13	1,10	1,01	0,92	0,84	0,82	-0,37	-30,94
Murcia .....	0,92	0,86	0,82	0,77	0,69	0,62	0,57	0,55	-0,37	-40,14
Navarra .....	1,01	1,01	0,97	0,88	0,93	0,86	0,81	0,79	-0,21	-21,24
Orense .....	1,09	1,09	1,05	1,02	0,94	0,89	0,84	0,80	-0,29	-26,84
Palencia .....	0,91	0,92	0,94	0,80	0,75	0,68	0,61	0,61	-0,30	-33,22
Las Palmas .....	1,50	1,55	1,47	1,34	1,24	1,10	1,00	0,96	-0,54	-35,92
Pontevedra.....	1,36	1,35	1,29	1,23	1,14	1,19	1,11	1,10	-0,27	-19,74
La Rioja .....	0,68	0,67	0,65	0,59	0,54	0,47	0,45	0,44	-0,23	-34,78
Salamanca .....	1,32	1,32	1,24	1,09	0,99	0,93	0,86	0,85	-0,47	-35,50
Sta. Cruz de Tenerife .....	1,41	1,40	1,36	1,17	1,06	0,99	0,95	0,93	-0,48	-33,92
Segovia .....	1,34	1,31	1,23	1,02	0,85	0,75	0,71	0,69	-0,65	-48,75
Sevilla .....	1,01	0,95	0,90	0,84	0,76	0,70	0,64	0,63	-0,38	-37,84
Soria .....	1,00	1,08	1,03	0,94	0,78	0,70	0,65	0,61	-0,39	-38,81
Tarragona.....	0,54	0,50	0,44	0,41	0,38	0,34	0,33	0,32	-0,22	-40,39
Teruel.....	0,58	0,57	0,59	0,56	0,50	0,41	0,41	0,40	-0,17	-29,85
Toledo.....	1,08	1,08	1,05	0,97	0,86	0,74	0,67	0,67	-0,41	-38,13
Valencia .....	1,37	1,15	1,06	1,00	0,88	0,81	0,77	0,76	-0,61	-44,71
Valladolid .....	1,35	1,39	1,32	1,21	1,11	1,00	0,88	0,87	-0,48	-35,58
Vizcaya .....	1,52	1,52	1,39	1,29	1,14	1,01	0,97	0,98	-0,54	-35,47
Zamora .....	1,02	1,02	1,03	0,92	0,83	0,78	0,69	0,68	-0,34	-33,43
Zaragoza.....	0,80	0,77	0,73	0,69	0,61	0,55	0,52	0,51	-0,29	-36,61
Desviación típica .....	0,47	0,47	0,45	0,41	0,37	0,34	0,32	0,31		
Promedio .....	1,10	1,08	1,03	0,95	0,86	0,78	0,72	0,71		
Coefficiente variación.....	0,43	0,44	0,44	0,44	0,43	0,44	0,44	0,43		

GRÁFICO 4  
ÁREAS CON RATIO SUPERIOR A 1



Una cuestión de obligada referencia es la evolución de las diferencias entre las distintas comunidades y provincias. Si la media regional del índice era 1,26 (con desviación típica 0,57) en 1996, en 2003 su valor es de 0,79 (con desviación típica 0,3), siendo el año 1999 el que registra un nivel máximo de simetría a escala regional. La media provincial del índice pasa de 1,11 en 1996 a 0,71 en septiembre de 2003, habiendo oscilado con anterioridad entre el 0,89 de 1974 y el 1,7 de 1983. Semejantes variaciones en la media provincial y regional motivan que el análisis de la variabilidad entre diferentes áreas geográficas a través de la desviación típica resulte un tanto engañoso. El cálculo del coeficiente de variación nos plantea para el nivel regional una disminución de carácter cíclico y tendencia ligeramente decreciente, donde podemos encontrar fases, como por ejemplo la que va de 1981 a 1990, en las que las diferencias

aumentan entre regiones, en tanto que desde 1997 hasta 2003 disminuyen. El análisis provincial confirma ese incremento en la variabilidad en los años ochenta y añade además matices interesantes para los años más recientes: el coeficiente apenas varía desde 1993. En resumen, las diferencias entre regiones y entre provincias en cuanto al predominio de bancos o cajas han disminuido, pero de una forma bastante lenta, con ligeros vaivenes y una tendencia al estancamiento en los últimos años. En otras palabras, la red de la cajas ha ido ganando terreno de manera acompasada en todas las áreas geográficas.

### 3. Datos individuales

A continuación procedemos a realizar el análisis por entidades con datos individuales correspondientes al período 1995-2002, intervalo éste menos estudiado por ser más reciente y en el que, por lo visto

hasta ahora, parecen manifestarse de manera más clara algunos signos de tendencia apuntados en años precedentes. Procedemos a filtrar del conjunto de la muestra de bancos aquellas entidades que poseen una orientación de negocio en la que la sucursal no es una variable competitiva de primera magnitud, tales como las dedicadas a banca personal o de inversión, las que utilizan de manera intensiva o exclusiva otros canales de distribución alternativos o las que tienen una presencia que podríamos calificar de representativa.

Una aproximación sencilla, aunque reveladora, consiste en el estudio del liderazgo en dimensión de red a escala provincial (2). Este análisis, resumido en el cuadro número 5, nos permite matizar algunas consideraciones respecto de los datos resaltados anteriormente a escala provincial. Melilla es la única excepción en un panorama en el que en cada provincia es una caja de ahorros la que posee el ma-

CUADRO N.º 5

LIDERAZGO PROVINCIAL EN SUCURSALES. 1995-2002

PROVINCIA	ENTIDAD	N.º DE SUCURSALES		R1 EN SUCURSALES		VARIACIÓN R1	PORCENTAJE VARIACIÓN R1	PORCENTAJE VARIACIÓN SUCURSAL
		1995	2002	1995	2002			
Álava	C. Vitoria y Alava.....	110	104	41,5	35,7	-5,77	-13,90	-5,45
Albacete	C. Castilla-La Mancha.....	89	90	31,9	30,0	-1,90	-5,96	1,12
Alicante	C. A. Mediterráneo.....	310	322	24,3	23,9	-0,43	-1,75	3,87
Almería	Unicaja.....	102	114	24,2	20,8	-3,37	-13,93	11,76
Asturias	C. Asturias.....	158	192	18,2	22,1	3,88	21,24	21,52
Ávila	C. Ávila.....	80	87	40,6	44,8	4,24	10,43	8,75
Badajoz	C. Badajoz.....	131	141	23,8	21,0	-2,79	-11,75	7,63
Baleares	La Caixa.....	155	221	16,5	20,5	3,99	24,21	42,58
Barcelona	La Caixa.....	1.209	1.296	24,8	25,0	0,26	1,05	7,20
Burgos	C.C.C.O. Burgos.....	133	143	27,0	28,2	1,17	4,34	7,52
Cáceres	C. Extremadura.....	158	170	35,0	36,2	1,21	3,47	7,59
Cádiz	C. San Fernando.....	152	137	25,2	22,3	-2,85	-11,34	-9,87
Cantabria	C. Santander.....	130	142	26,3	31,7	5,43	20,69	9,23
Castellón	Bancaja.....	134	117	25,1	20,8	-4,31	-17,18	-12,69
Ceuta	Caja Madrid.....	7	6	33,3	33,3	0,00	0,00	-14,29
Ciudad Real	Unicaja.....	80	74	17,6	17,4	-0,17	-0,97	-7,50
Córdoba	Caja Sur.....	227	199	39,4	32,8	-6,63	-16,81	-12,33
La Coruña	Caixa Galicia.....	220	232	25,0	26,1	1,07	4,27	5,45
Cuenca	C. Castilla-La Mancha.....	75	77	29,4	31,3	1,89	6,42	2,67
Gerona	La Caixa.....	139	168	17,6	22,2	4,57	25,97	20,86
Granada	Caja Granada.....	209	269	33,9	37,7	3,80	11,20	28,71
Guadalajara	Ibercaja.....	59	52	28,9	25,1	-3,80	-13,14	-11,86
Guipúzcoa	C. Guipúzcoa y S. Seb.....	160	128	30,3	24,7	-5,64	-18,61	-20,00
Huelva	C. Huelva y Sevilla.....	88	90	25,2	24,7	-0,49	-1,94	2,27
Huesca	Ibercaja.....	101	100	26,4	27,8	1,34	5,06	-0,99
Jaén	Unicaja.....	84	85	16,2	14,8	-1,35	-8,35	1,19
León	Caja España.....	105	123	23,5	27,3	3,73	15,84	17,14
Lérida	La Caixa.....	120	145	22,2	27,0	4,78	21,51	20,83
La Rioja	Ibercaja.....	108	110	27,0	26,0	-1,00	-3,69	1,85
Lugo	Caixa Galicia.....	80	80	21,3	23,4	2,06	9,65	0,00
Madrid	Caja Madrid.....	770	1.009	19,4	21,2	1,88	9,68	31,04
Málaga	Unicaja.....	240	263	27,7	27,2	-0,52	-1,87	9,58
Melilla	Caja Postal (BBVA).....	3	5	23,1	31,3	8,17	35,42	66,67
Murcia	C. Murcia.....	189	220	22,0	20,4	-1,63	-7,40	16,40
Navarra	C. Navarra.....	149	199	20,4	29,6	9,23	45,28	33,56
Orense	C. Orense (Caixanova).....	106	111	24,7	28,8	4,05	16,38	4,72
Palencia	Caja Duero.....	53	50	22,6	23,0	0,39	1,73	-5,66
Las Palmas	C. Insular Canarias.....	109	131	25,3	24,8	-0,53	-2,08	20,18
Pontevedra	C. Vigo (Caixanova).....	142	198	19,2	27,5	8,32	43,32	39,44
Salamanca	Caja Duero.....	107	115	30,1	31,0	0,94	3,13	7,48
Sta. Cruz de Tenerife	C. General Canarias.....	136	164	28,4	29,8	1,37	4,83	20,59
Segovia	C. Segovia.....	59	74	31,9	40,2	8,33	26,11	25,42
Sevilla	C. San Fernando.....	182	202	16,6	16,5	-0,16	-0,95	10,99
Soria	Caja Duero.....	56	54	33,1	34,8	1,70	5,14	-3,57
Tarragona	C. Tarragona.....	159	199	24,0	27,9	3,89	16,22	25,16
Teruel	Ibercaja.....	92	89	39,7	39,6	-0,10	-0,25	-3,26
Toledo	C. Castilla-La Mancha.....	151	160	25,3	28,7	3,38	13,37	5,96
Valencia	Bancaja.....	424	406	20,5	18,9	-1,63	-7,95	-4,25
Valladolid	Caja España.....	106	105	22,0	20,7	-1,28	-5,83	-0,94
Vizcaya	BBK.....	247	249	30,5	28,0	-2,48	-8,14	0,81
Zamora	Caja España.....	68	69	26,9	28,8	1,87	6,97	1,47
Zaragoza	Ibercaja.....	230	227	23,0	21,6	-1,45	-6,28	-1,30

por porcentaje de sucursales (R1 calculado como cuota en sucursales o tamaño relativo de la red), en todos los casos la misma entidad en 1995 y en 2002, que además, en algo más de la mitad del total de provincias ve reforzada su posición relativa en ese período. Este reforzamiento se ha basado en que estas entidades dominantes han seguido creciendo en red en su área geográfica tradicional, y no tanto en la reducción de la presencia relativa de los bancos en algunos mercados provinciales. A modo de ejemplo ilustrativo, sirva el dato de que en 17 de las 27 provincias en las que esa posición dominante se ve reforzada (incluidas cinco de las seis provincias donde la ratio de simetría es mayor que uno), el crecimiento de la red de oficinas de esa entidad en esa provincia se sitúa por encima del 10 por 100 en el período considerado.

No menos destacable nos parece la consecuencia que, en términos del número de sucursales, han tenido los procesos de fusión y adquisición de las que han sido partícipes estas entidades dominadoras de mercados provinciales. Tal y como señala Fuentelsaz (1996), las fusiones de cajas (tres en el período que estamos considerando en este apartado) tienen un carácter marcadamente provincial, y dan lugar a una reducción de la red de la entidad fusionada en su mercado provincial respecto de la suma de sucursales de las entidades que conforman la fusión, sin por ello dejar de ser la de mayor presencia en sus áreas geográficas respectivas. Por el contrario, la adquisición de bancos por parte de entidades líderes en un mercado provincial busca, en la mayor parte de los casos, la expansión geográfica fuera de las áreas dominadas. Estos razonamientos, en este punto basados en la mera intuición, se confirmarán más adelante, cuando

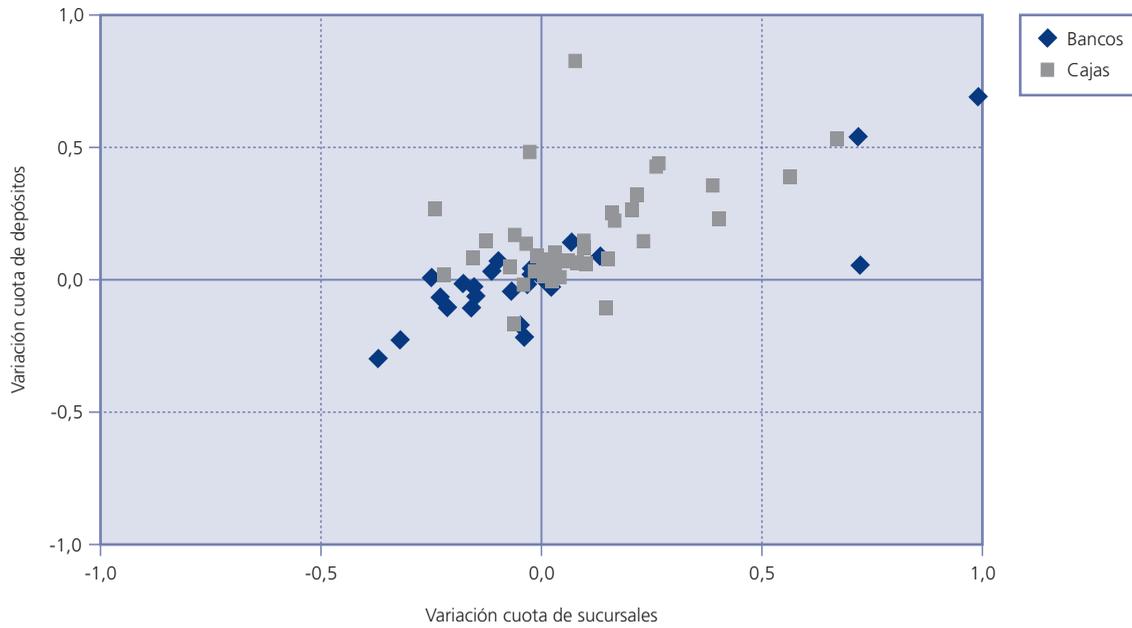
desarrollemos un análisis individualizado de la evolución de la diversificación geográfica de la red de sucursales en los dos años que limitan el intervalo establecido.

El siguiente paso del análisis individualizado de la red de oficinas bancarias es el estudio de sus variaciones en el período considerado. La lectura de los datos correspondientes a esta evolución nos plantea lo que será una constante en el análisis individualizado: un comportamiento muy parejo en el conjunto de las cajas y una notable heterogeneidad en el grupo de los bancos, dentro de los cuales la evolución de los «dos grandes» resulta marcadamente diferente a la del resto. Tal y como señalaban los datos agregados, la red de las cajas crece de manera notable. Las excepciones son dos de las cajas implicadas en fusiones, que tienen como denominador común de sus partícipes respectivos una fuerte concentración de la actividad en las mismas áreas geográficas. Especial reseña merece el dato de que los dos grandes bancos registran reducciones de un cuarto y un tercio del tamaño de la red de sucursales (respecto de su situación al inicio del intervalo considerado), en marcado contraste con una buena parte de la banca mediana, que evoluciona siguiendo unas pautas comparables a la de las cajas. Cuando estos datos se trasladan a un cálculo de cuota de mercado en términos de sucursales, se traducen en que los «dos grandes», junto con Banesto, aglutinan una pérdida de cuota en red del 11 por 100, nada menos que una reducción de algo más de 3.200 sucursales, en contraste con el incremento de más de cuatro puntos de La Caixa e incrementos de entre medio punto y un punto de un buen número de cajas y algún banco mediano, los cuales, lógicamente, en términos porcentua-

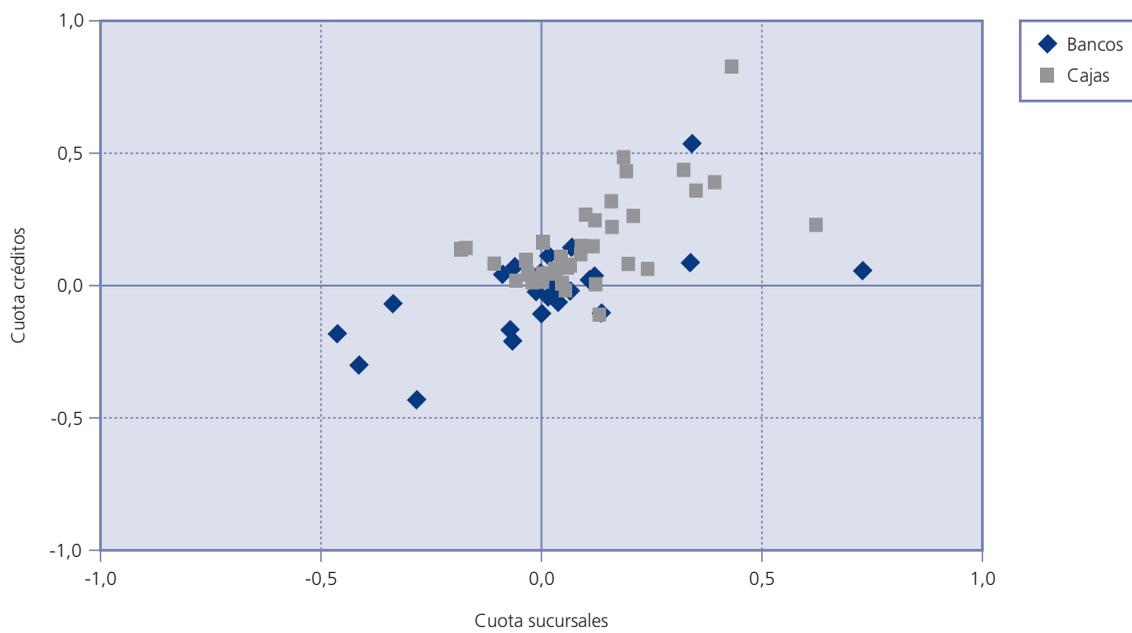
les, suponen incrementos muy considerables: a modo de ilustración, puede verse que son superiores al 25 por 100 para más de una docena de entidades.

Nuestro siguiente paso consiste en aproximarnos a la relación entre el cambio en la cuota de mercado expresada en términos del número de sucursales y la cuota de mercado en depósitos y créditos, que representamos de manera reducida (3) en los gráficos 5 y 6, respectivamente. En primer lugar, contrastamos la variación del tamaño relativo de la red respecto de la participación en el mercado de depósitos como diferencia de los valores correspondientes a 1995 y 2002. Las variaciones de las cuotas de mercado, tanto en depósitos como en créditos, presentan una elevada correlación (el coeficiente de correlación es de 0,89 y 0,75, respectivamente) con la variación en la cuota de mercado expresada en sucursales o tamaño relativo de la red, con una mayor intensidad en el caso de los depósitos que podría asociarse a que la proximidad tiene, en el caso de los créditos, una vertiente informacional añadida a la meramente transaccional de los depósitos. La mayor precisión de la información derivada de una mayor cercanía física posee una capacidad de generación de relaciones de clientela y costes de sustitución que confiere una cierta rigidez a la cuota de mercado en préstamos y créditos. La correlación se ve incrementada cuando se obtienen por separado para bancos y cajas, encontrándose además que las diferencias de correlación son altas entre ambos grupos. Concretamente, la correlación es mayor para los bancos que para las cajas en el caso de los depósitos, en tanto que para los créditos sucede lo contrario. La interpretación de estos datos podría ir en el sentido de que la

**GRÁFICO 5**  
**VARIACIÓN DE CUOTAS (1995-2002): SUCURSALES VS. DEPÓSITOS**



**GRÁFICO 6**  
**VARIACIÓN RELATIVA DE CUOTAS (1995-2002): SUCURSALES VS. CRÉDITOS**



sucursal es menos importante para los bancos que para las cajas en el negocio de activo, en tanto que en el de pasivo el ajuste en la red de los bancos guarda una importante correlación con su pérdida de peso relativo en el mercado de depósitos. Asimismo, observamos que cuando la correlación se calcula sobre los porcentajes individuales de variación del número de sucursales respecto tanto de la cuota en depósitos como de la cuota en créditos, el valor obtenido disminuye respecto del cálculo anterior sobre la variación absoluta, lo que nos hace pensar en la mayor importancia de la posición relativa de cada entidad en términos del tamaño de red que la de la variación porcentual individual.

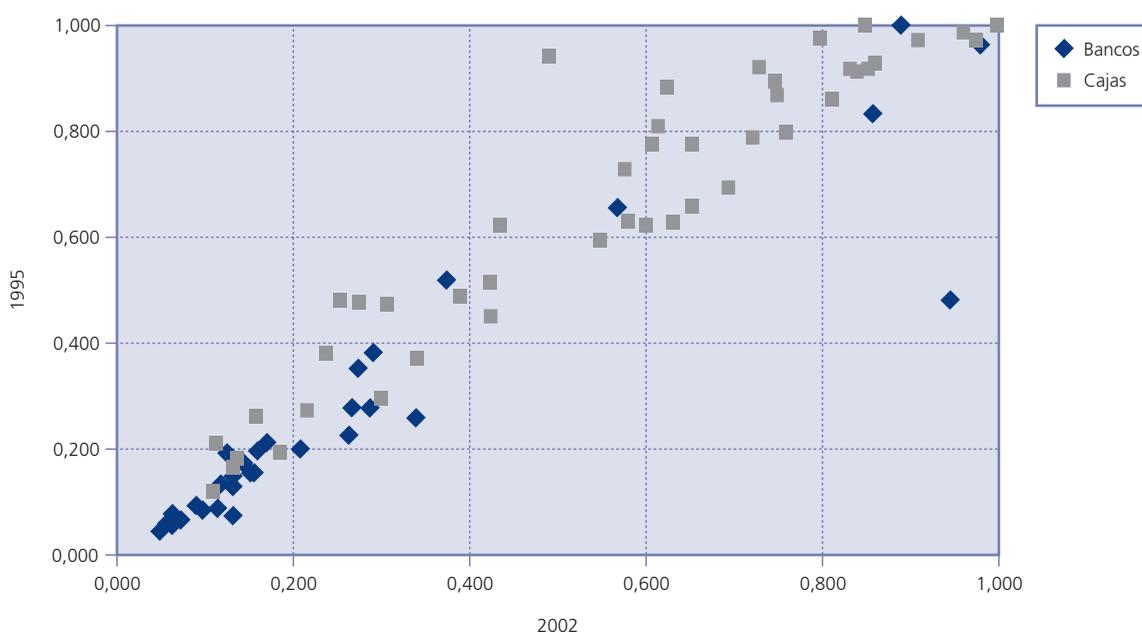
A fin de analizar las pautas de evolución de la distribución geográfica de la red de sucursales, calculamos el denominado índice de William, propuesto en el trabajo

de Galmés (1993) para el estudio de la diversificación espacial de créditos, depósitos y oficinas de las entidades bancarias que operan en España. El cálculo se aplica en nuestro caso tan sólo a oficinas, siendo igual a la suma del cuadrado del cociente entre el número de sucursales de una entidad en una provincia y el número total de sucursales de esa entidad en el mercado nacional en cada una de las provincias. Lógicamente, su valor oscilará entre 1 y  $1/n$ , siendo  $n$  el número de provincias en las que actúa la entidad. Un valor igual a la unidad indica una concentración de todas las sucursales en una sola provincia, en tanto que un valor próximo a  $1/n$  indicará una distribución más diversificada de las oficinas en las diferentes provincias en las que opera. Los años considerados son 2002 y 1995, en este último caso utilizando dos alternativas: primero, considerando las entidades que efectivamente

competían en ese año en el sector bancario español, y segundo, teniendo en cuenta las fusiones y adquisiciones producidas en el período y calculando el índice como si las entidades participantes en dicho proceso fuesen una sola al comienzo del período. Ello nos permite diferenciar en qué medida la consolidación es una forma de lograr una mayor diversificación geográfica o, por el contrario, una profundización en el predominio en un mercado provincial o regional. Antes de llegar a este aspecto concreto, cabe realizar algunas consideraciones respecto al comportamiento del índice en el período estudiado.

El gráfico 7 presenta los resultados de la segunda de las opciones de cálculo apuntadas. Cada punto representa una entidad, siendo sus coordenadas el valor de su índice de diversificación en 1995 (eje vertical) y 2002

GRÁFICO 7  
VARIACIÓN EN DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA (1995-2002)



(eje horizontal). Posiciones por encima de la bisectriz significarán, por tanto, aumentos en la diversificación geográfica. El primer comentario que suscita la observación de los resultados es el contraste entre la heterogeneidad de signos obtenida para el sector bancos en contraste con el signo negativo predominante en el sector cajas (4). Sólo tres cajas arrojan una variación negativa, esto es, una disminución en la diversificación geográfica, en tanto que para dos no varía, siendo igual a la unidad. Esa variación negativa no puede asociarse en el caso de las cajas ni a la dimensión de la entidad ni a su grado de diversificación inicial: aunque entre las mayores variaciones (tanto en términos absolutos como porcentuales) se incluye un mayor número de cajas medianas, encontramos también algunas pequeñas y las más grandes, si bien es cierto que buena parte de las variaciones más pequeñas se corresponden a las cajas de menor dimensión. Por el contrario, en el grupo de bancos aparece reflejado un comportamiento del índice que, en líneas generales, sí podemos asociar a las características de la entidad: la gran banca mantiene apenas sin variaciones el coeficiente, mientras que un buen número de bancos de tamaño medio reducen notablemente el valor de su índice.

Tal y como adelantábamos una líneas más arriba, las fusiones de cajas tienen el carácter de consolidación de posiciones dominantes de mercado, como denota la escasa variación del índice sin agregar respecto del obtenido agregando las entidades participantes en el proceso de consolidación (nótese, en este sentido, que la fusión de tres cajas gallegas implica en realidad a dos provincias), en tanto que la agregación en el cálculo sí modifica sustan-

cialmente el valor del índice en la adquisición de un banco por una caja, al igual que ocurre con las absorciones en las que participan bancos medianos. Finalmente, como era de esperar, los procesos de fusión de los grandes bancos no motivan cambios en la diversificación geográfica.

#### IV. COMPETENCIA EN PRECIOS Y EN SUCURSALES

La última parte de este trabajo consiste en una aproximación a la relación existente entre competencia en precios y competencia en la expansión de la red de sucursales, entendida como densidad de la misma. La teoría apunta en el sentido de que un nivel bajo de competencia en precios (motivado bien por la regulación o por la colusión tácita o implícita) incentiva a la competencia en las variables «no-precio» (véanse por ejemplo Bröker, 1989, y Neven, 1989, por citar tan sólo dos referencias clásicas en esta materia). Una primera aproximación consistirá en contrastar la evolución del diferencial, o *spread*, de precios de créditos y depósitos con la densidad de red, tal y como se representa en el gráfico 8.

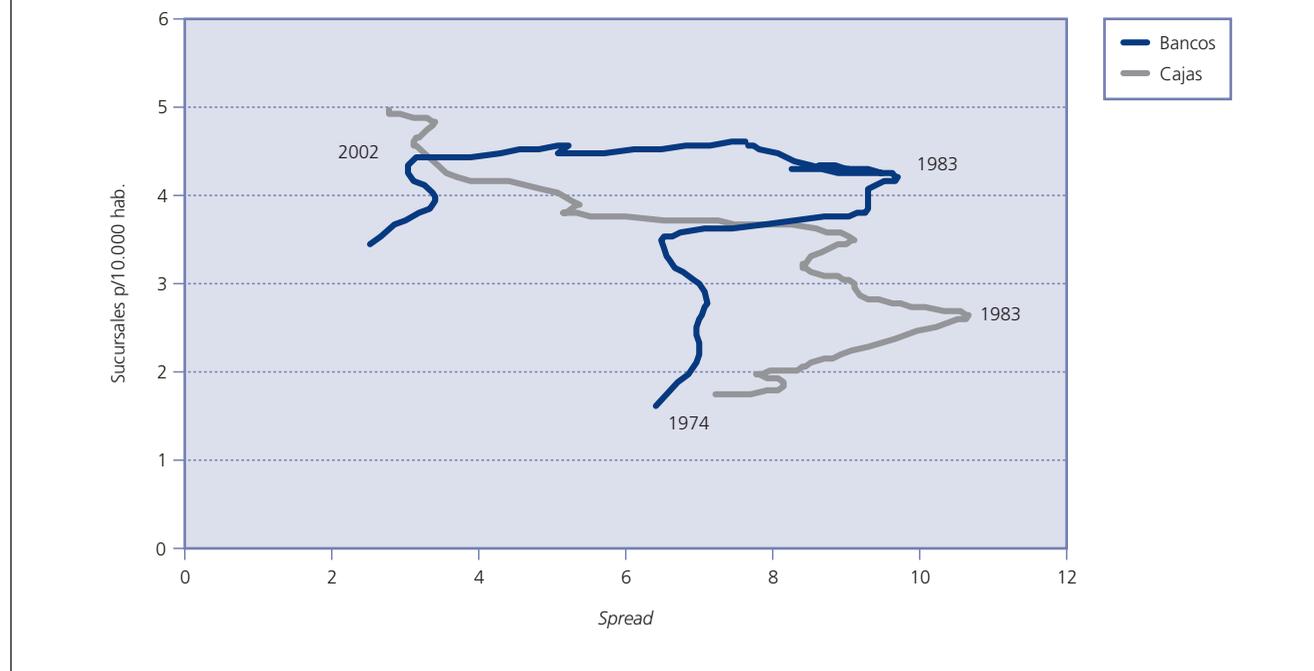
En el caso de los bancos, para el período 1974-2002, la evolución de estas variables presenta tres fases notablemente diferenciadas que podemos apreciar basándonos en la trayectoria del gráfico y en el estudio de la correlación de las variables: 1974-1983 (coeficiente de correlación de 0,76), 1983-1998 (coeficiente de -0,60) y 1998-2002 (0,72). La primera de estas fases se corresponde con la relación que, siguiendo el razonamiento anterior, cabría esperar: que mayores diferenciales, representativos de un bajo nivel de competencia en precios van acompañados de ma-

yor densidad de red de sucursales, esto es, mayor diferenciación en localizaciones, y al revés. Así, se produce un incremento notable de la densidad de la red en tanto que el diferencial experimenta una ligera variación en la misma dirección. La segunda, por el contrario, se caracteriza por una reducción rápida y aparentemente drástica del diferencial para una densidad de red que experimenta una variación leve de signo contrario; la tercera, muestra las mismas características que la primera, pero en un sentido opuesto en la variación de ambos indicadores en el tiempo, es decir, ambas variables experimentan una reducción.

En el caso de las cajas, la senda para el mismo período difiere ligeramente de la que acabamos de describir, tanto en los intervalos como en el nivel de correlación. Así, encontramos una primera fase, que abarca igualmente hasta 1983, en la que la relación es creciente (el coeficiente toma un valor de 0,97), en tanto que a partir de esa fecha y hasta el final del período estudiado encontramos que el *spread* se contrae al tiempo que aumenta la densidad de la red de sucursales (coeficiente de -0,95).

A grandes rasgos, la evolución descrita, tanto en un caso como en el otro, parece encajar con las dos dimensiones de la interacción entre competencia en precio y competencia en sucursales apuntada por Cerasi, Chizzolini e Ivaldi (2002): por una parte, cuanto mayor es el número de sucursales en el mercado más dura será la competencia en precios; por otra, el grado de competencia en precios afecta al incentivo a abrir nuevas sucursales (la relación positiva antes mencionada entre *spread* y densidad de red). Así, encontramos una fase de crecimiento de

GRÁFICO 8  
DIFERENCIAL DE TIPOS Y DENSIDAD DE RED



la red en paralelo con la densidad que, una vez superado un cierto nivel (aproximadamente alrededor de 3-3,5 oficinas por cada 10.000 habitantes), abre paso a una disminución del diferencial de tipos o aumento de competencia en precios.

Dado que la competencia en precios no está restringida a los tipos de interés, sino que desde hace años se ha ido desplazando progresivamente hacia las comisiones, resulta interesante la confrontación de la evolución de la densidad de la red con la partida de la cuenta de resultados de «otros productos ordinarios», expresada en términos de balance (véase gráfico 9). No obstante, la interpretación de los resultados, tanto en este caso como en el siguiente, basado en el margen ordinario, habrá de realizarse con las debidas cautelas que, como es bien sabido, impone la importan-

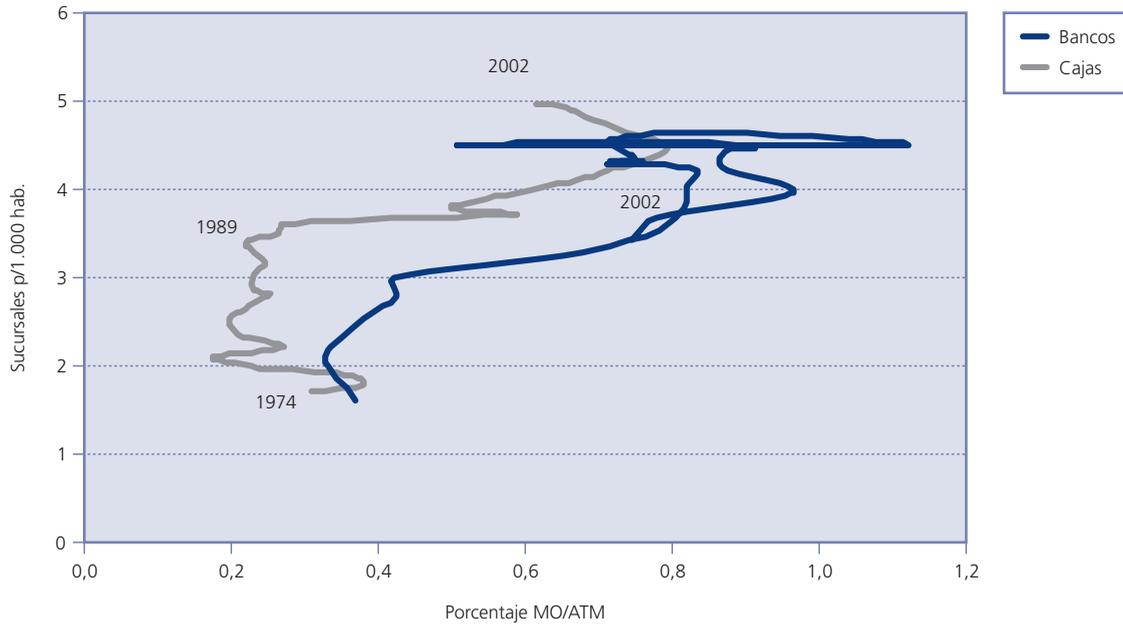
te volatilidad que afecta a estas partidas, derivada de los resultados de la cartera de negociación que en ellas se incluye.

Para el caso de los bancos, encontramos una correlación positiva al principio y al final del intervalo estudiado, con un período intermedio donde esa partida experimenta importantes oscilaciones, manteniéndose prácticamente constante la densidad de red. Más concretamente, la correlación entre variables es alta (0,91) para el intervalo 1974-1983, así como para 1996-2002 (0,71), no pudiendo constatarse en los años comprendidos entre tales intervalos. En el caso de las cajas, la densidad de red se incrementa con niveles estables de la ratio OPO/ATM hasta finales de los ochenta, para aumentar después ambas variables a la vez hasta finales de los noventa, cuando pasa a invertirse la tendencia de la ra-

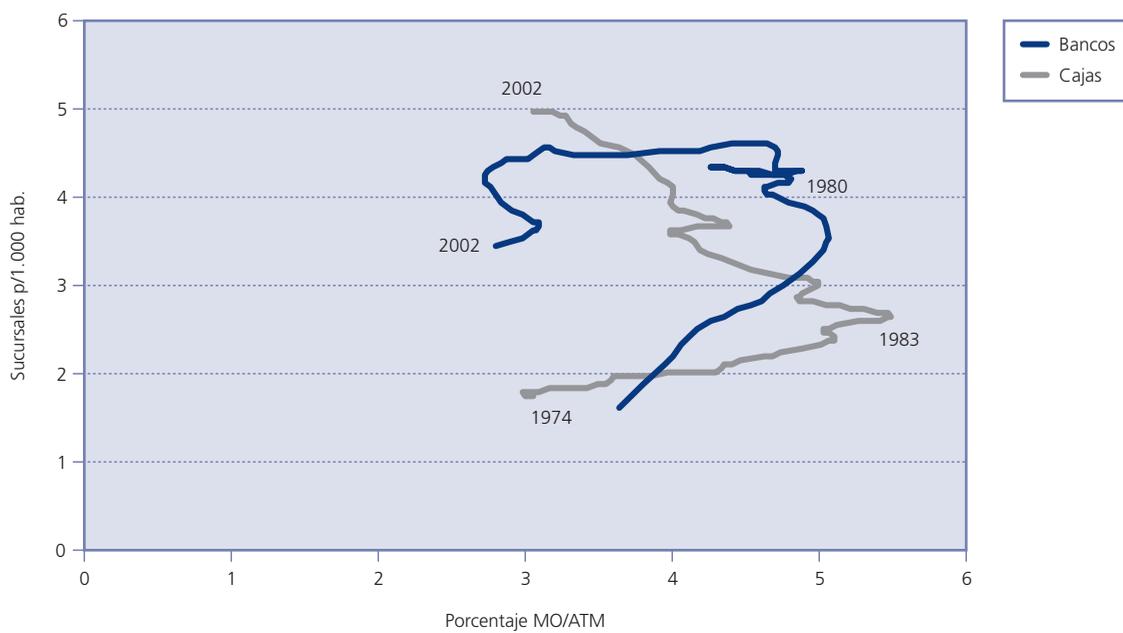
tio, pese a que la densidad de red sigue aumentando. El coeficiente de correlación correspondiente a todo el período es de 0,8, y se ve notablemente incrementado cuando consideramos aisladamente los períodos 1989-1998 y 1998-2002, para los que alcanza valores de 0,93 y -0,99, respectivamente. Con anterioridad a 1989 no se encuentra una correlación significativa entre las dos variables.

Finalmente el análisis de la evolución del margen ordinario respecto la densidad de red (gráfico 10) nos aproxima al efecto conjunto de la competencia en tipos de interés y comisiones. En el caso de los bancos, tan sólo encontramos dos períodos en los que la correlación de variables toma valores relevantes: la fase inicial, 1974-1983, con un valor de 0,85, y el intervalo 1991-1999, con 0,75. Por el contrario, para las cajas el cálculo ofrece un resultado

**GRÁFICO 9  
OPO Y DENSIDAD DE RED**



**GRÁFICO 10  
MO Y DENSIDAD DE RED**



análogo al obtenido con el diferencial de tipos de interés, estos, el año 1983 separa dos períodos en los que, primero, la correlación es muy alta y positiva (concretamente 0,96), y segundo, alcanza idéntico valor absoluto, pero con signo contrario. El diferencial de tipos y el margen ordinario en términos de balance aumentan para las cajas con la red de sucursales hasta mediados de los ochenta; a partir de ese momento, sucesivos aumentos de red se ven acompañados por disminuciones en las otras dos variables.

En resumen, los resultados con los tres indicadores para las cajas sugieren la existencia de los dos tipos mencionados de interrelaciones entre competencia en precios y competencia en sucursales: una primera fase en la que los márgenes estimulan la apertura de oficinas y otra en la que el tamaño alcanzado por la red de oficinas propicia una mayor competencia en precios. En el caso de los bancos, esta última interrelación de signo negativo no resulta patente, dado que ninguno de los coeficientes toma valores negativos, siendo además las correlaciones menos fuertes. Solamente el intervalo 1974-1983 resulta del estudio de correlación respecto de las tres variables.

## V. CONCLUSIONES

Para finalizar, enumeraremos de forma resumida las principales conclusiones que podemos extraer de las diferentes aproximaciones realizadas.

**1.** La evolución de la posición relativa de bancos y cajas en los mercados provinciales se caracteriza por un dominio creciente de las redes de éstas últimas, como puede verse basándonos en el

análisis de simetría espacial y de mayor cuota provincial en sucursales. Esta situación es el resultado de un crecimiento constante de la red de las cajas a lo largo de las tres últimas décadas, en paralelo a una reducción de la de los bancos desde mediados de los noventa.

**2.** El período 1995-2002 muestra una clara tendencia a la diversificación geográfica en las entidades de tamaño mediano, de manera más acentuada en el caso de las cajas de ahorros. Las áreas geográficas protagonistas de este proceso de diversificación han sido un buen número de mercados provinciales, que presentan en los últimos años un notable dinamismo en cuanto a crecimiento de red. Esta tendencia ha sido compatible con el reforzamiento de la posición de las entidades con presencia dominante en sus mercados geográficos tradicionales respectivos.

**3.** El estudio individualizado de la correlación entre el crecimiento del tamaño relativo de la red de oficinas y el de la cuota en depósitos y créditos muestra que resulta más elevada con respecto a los primeros que con los segundos. Asimismo, la correlación es mayor para los bancos que para las cajas en los depósitos, en tanto que en los créditos sucede lo contrario. La mayor precisión de la información derivada de la proximidad geográfica podría ayudarnos a entender ambos resultados en la medida en que la red de las cajas está más concentrada espacialmente.

**4.** Los procesos de fusión muestran un claro componente de ajuste de red sobredimensionada, de gran magnitud en el caso de la banca y de una dimensión más modesta en el caso de las cajas de ahorros.

**5.** La correlación entre competencia en precios y en sucursales sugiere una interrelación positiva hasta mediados de los ochenta para bancos y cajas, acorde con la idea de que niveles bajos de competencia en precios incentivan la competencia en apertura de oficinas. A partir de esa fecha, la correlación resulta más débil en intensidad y menos clara en intervalos de tiempo para los bancos, en tanto que para las cajas su signo se invierte, lo que puede interpretarse como un nivel en densidad de red por encima del cual se produce estímulo a la competencia en precios.

## NOTAS

(\*) El autor desea agradecer la ayuda financiera de la Secretaría Xeral de Investigación e Desenvolvemento de la Xunta de Galicia, a través del Proyecto PGIDIT02 PXIA 10001PR.

(1) Un estudio detallado de las distintas vertientes de transformación estructural en el sector bancario español puede verse en PÉREZ *et al.* (1999).

(2) Véase CARBÓ *et al.* (2001) para un estudio con éste y otros indicadores de la concentración en el sector bancario español en un horizonte temporal más largo, 1986-1999.

(3) Los gráficos 5 y 6 no incluyen a cuatro entidades cuyas variaciones en número de sucursales y cuota en depósitos y préstamos es muy superior a las del resto. Esas variaciones son negativas para BBVA, Santander Central Hispano y Banesto, y positivas en el caso de La Caixa.

(4) Véase el análisis de expansión regional de las cajas incluido en ANDÚJAR y SERRANO, 2003.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANDÚJAR, C., y SERRANO, R. (2003), «Red de oficinas y cuotas de mercado de las cajas de ahorro», *Economistas*, 98: 124-145.
- BARROS, P. P. (1999), «Multimarket competition in banking, with an example from the Portuguese market», *International Journal of Industrial Organization*, 17: 335-352.
- BRÖKER, G. (1989), *Competition in banking*, OECD, París.
- CARBÓ, S.; LÓPEZ, R., y RODRÍGUEZ, F. (2001), «La concentración regional y provincial del sector bancario en España (1986-1999)», en VV.AA., *Tres análisis sobre cajas de ahorro y sistema financiero*, FUNCAS, Madrid.

<p>CERASI, V.; CHIZZOLINI, B, e IVALDI, M. (2002), «Branching and competition in the European banking industry», <i>Applied Economics</i>, 34: 2213-2225.</p> <p>COELLO, J. (1994), «¿Son las cajas y los bancos estratégicamente equivalentes?», <i>Investigaciones Económicas</i>, 18: 313-332.</p> <p>— (1997), «Simetría espacial en el sistema bancario español», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 59: 72-86.</p> <p>DE JUAN, R. (2003a), «The independent submarkets model: An application to the spanish banking sector», <i>International Journal of Industrial Organization</i>, 21: 1461-1487.</p> <p>— (2003b), «La competencia en los mercados locales: Una aplicación al mercado bancario español al por menor» (mimeo).</p> <p>FREIXAS, X. (1996), <i>Los límites de la competencia en la banca española</i>, Fundación BBV, Bilbao.</p>	<p>FUENTELESAZ, L. (1996), «Dinámica de la competencia entre cajas de ahorro españolas», <i>Investigaciones Económicas</i>, 20: 125-141.</p> <p>FUENTELESAZ, L., y GÓMEZ, J. (2001), «Strategic and queue effects on entry in spanish banking», <i>Journal of Economics and Management Strategy</i>, 10: 529-563.</p> <p>FUENTELESAZ, L., y SALAS, V. (1992), <i>Estudios sobre banca al por menor</i>, Fundación BBV, Bilbao.</p> <p>GALMÉS, S. (1993), «La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas», <i>Boletín Económico del Banco de España</i>, diciembre: 41-55.</p> <p>GUAL, J. (1992), <i>La competencia en el sector bancario español</i>, Fundación BBV, Bilbao.</p> <p>KIM, M., y VALE, B. (2001), «Non-price strategic behavior: the case of bank branches», <i>International Journal of Industrial Organization</i>, 19: 1583-1602.</p>	<p>MATUTES, C., y PADILLA, A. J. (1994), «Un ensayo sobre competencia bancaria en el mercado de depósitos», <i>Cuadernos Económicos de ICE</i>, 57: 375-398.</p> <p>NEVEN, D. J. (1989), «Structural adjustment in European retail banking. Some views from industrial organization», <i>CEPR Discussion Papers</i>, n.º 311.</p> <p>PÉREZ, F., MAUDOS, J., y PASTOR, J. M. (1999), <i>Sector bancario español (1985-1997). Cambio estructural y competencia</i>, CAM, Valencia.</p> <p>PINHO, P. S. (2000), «The impact of deregulation on price and non-price competition in the Portuguese deposit market», <i>Journal of Banking and Finance</i>, 24: 1515-1533.</p> <p>SCHMID, F. A. (1994), «Should be banking be regulated? Theory and empirical evidence from four european countries», <i>Journal of Regulatory Economics</i>, 6: 137-149.</p>
---	--	---

# EFICIENCIAS EXTERNA, TÉCNICA, INTERNA Y DE GESTIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

**Santiago CARBÓ VALVERDE**

*Universidad de Granada y FUNCAS*

**David B. HUMPHREY**

*Florida State University*

**Rafael LÓPEZ DEL PASO**

*Universidad de Granada y FUNCAS*

## Resumen

El presente trabajo analiza los factores determinantes de la ineficiencia en costes soportada por las entidades bancarias españolas. La consideración de variables relativas a las condiciones económicas vigentes en el entorno y de determinados indicadores de productividad arroja niveles de ineficiencia del 1-5 por 100, ostensiblemente inferiores al 20-25 por 100 obtenido en trabajos anteriores. La evolución de dichos indicadores de productividad constituye el principal factor explicativo de la reducción de los costes operativos, la cual excedió en cinco veces a la mejora de eficiencia experimentada a lo largo del período 1992-2001. Este comportamiento justifica la estabilidad —y la reducida dimensión— de la ineficiencia a lo largo del tiempo, hecho que contrasta con las continuas variaciones mostradas por los costes bancarios.

*Palabras clave:* eficiencia en costes, instituciones financieras.

## Abstract

We aim to identify the apparent source of cost inefficiency in banking. Inefficiencies of 20 to 25 por 100 reported in earlier studies are reduced to 1 to 5 por 100 when, in addition to commonly specified cost function influences, variables reflecting the external business environment and common industry indicators of «productivity» are added. While these same productivity indicators explain most of the reduction in bank operating cost over time, cost reductions during 1992-2001 were 5 times the reduction from improved efficiency. This helps explain why inefficiency appears stable over time —it is small relative to industry— wide cost changes occurring concurrently.

*Key words:* cost efficiency, financial institutions.

*JEL classification:* G21, G28, E58.

## I. INTRODUCCIÓN

La evidencia empírica existente sobre los costes bancarios sugiere que los niveles de ineficiencia son elevados y persistentes a lo largo del tiempo. De acuerdo con los más de 130 estudios acometidos para la industria bancaria de 21 países, en los que se emplean cinco aproximaciones diferentes, la ineficiencia se sitúa en términos medios en torno al 20-25 por 100. Es decir, los costes financieros y de explotación soportados por una entidad media exceden en un 20-25 por 100 a los correspondientes a la entidad máximo-eficiente, aun cuando se controlan las diferencias existentes en: a) dimensión de la cartera de créditos y valores (o depósitos); b) coste medio soportado por los pasivos captados, así como en la adquisición de los factores trabajo y capital físico, y c) tecnología empleada en el proceso de transformación de *inputs* en *outputs*.

Con base en dichas estimaciones, y dado que el margen de explotación se sitúa (de acuerdo con los cálculos efectuados para los Estados Unidos referidos al período 1998-2001) en el 17 por 100 de los costes totales, una entidad media podría duplicar sus beneficios, así como su rentabilidad en términos de

activos totales, llevando a cabo una reestructuración de sus operaciones que le llevase a alcanzar el *modus operandi* de la entidad máximo-eficiente. Aun cuando los incentivos asociados a este proceso de transformación son más que evidentes, el seguimiento de la actualidad bancaria nos muestra que las mejoras de eficiencia no han sido especialmente significativas durante los últimos años. En este contexto, cabe preguntarse: ¿sobreevalúan las medidas de eficiencia las potenciales ganancias alcanzables en esta materia?; en el caso de que su medición se esté llevando a cabo en los términos adecuados, ¿existen factores que escapan del control efectivo por parte de los órganos decisores que se ven reflejados en la misma?; si no concurren ambas circunstancias, ¿cuáles son los factores explicativos básicos de las diferencias de eficiencia existentes entre entidades?

Responder a las preguntas anteriores no resulta una tarea sencilla, ya que el núcleo fundamental de la literatura existente en esta materia ha descansado en la medición, y no en la delimitación, de los principales factores que dan lugar a la aparición de ineficiencias, así como a su mantenimiento a lo largo del tiempo. En este sentido, las aproximaciones

empleadas para proceder a su identificación han sido diversas. Frente a los trabajos de consultoría estructurados en base al tratamiento de información detallada y confidencial referente a los costes asociados a las actividades materializadas en la red de oficinas de una determinada entidad (Sherman y Ladino, 1995), los estudios empíricos de corte académico se han orientado a cuantificar, atendiendo a la información pública disponible, los niveles de eficiencia técnica de las entidades financieras que configuran el sistema bancario de un determinado país. El presente trabajo se encuadra en esta línea, al tipificar los factores que dan lugar a una mayor ineficiencia tanto en la vertiente de los costes financieros como en la de los de naturaleza operativa.

Para ello, el presente artículo se estructura como sigue. En el siguiente apartado se ofrece un breve panorama sobre el planteamiento, metodología y resultados obtenidos por los trabajos que han adoptado un enfoque similar. En un tercer apartado se presenta la metodología empleada en la medición de la eficiencia en costes, ofreciéndose a continuación los resultados obtenidos de su estimación. El artículo finaliza con las principales conclusiones.

## II. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA EFICIENCIA BANCARIA

### 1. Medición de la eficiencia: metodologías alternativas

La medición de la eficiencia se puede llevar a cabo mediante varias metodologías. Éstas difieren básicamente en la forma en la que se determina la frontera eficiente, y se pueden clasificar en dos grandes grupos: técnicas paramétricas y no paramétricas. La mayoría de los estudios empíricos que analizan la eficiencia en costes de las entidades financieras se han centrado en la estimación de fronteras estocásticas en las que se postula que los costes en los que aquéllas incurren se desvían de la frontera de coste, dados los precios y cantidades de factores y productos, como consecuencia de fluctuaciones aleatorias y de la ineficiencia. En este sentido, resulta imprescindible realizar supuestos distribucionales sobre ambos componentes del término de error compuesto. Puesto que las ineficiencias sólo pueden incrementar los costes por encima de la frontera, es necesario especificar distribuciones asimétricas para el término de ineficiencia. Usualmente, en la *aproximación de frontera estocástica* (SFA) se asume que el término de ineficiencia se distribuye como una semínormal (Bauer y Hancock, 1993; Berger, 1993).

Por su parte, en la *aproximación de distribución libre* (DFA) se permite la variación de los coeficientes de la regresión año a año, admitiendo de este modo la evolución en el tiempo del entorno y la tecnología. En este modelo se asume que el valor medio de la ineficiencia de cada entidad es persistente a lo largo del tiempo, mientras que el correspondiente al error aleatorio es cero durante el período muestral. Aunque la aplicación de ambas aproximaciones requiere establecer supuestos restrictivos sobre la distribución de probabilidad del componente de ineficiencia y del error aleatorio, proporciona niveles de eficiencia y *rankings* similares (Bauer, Berger, Ferrier y Humphrey, 1998).

Un segundo enfoque viene dado por la aplicación de técnicas no paramétricas, en las que no se asume ninguna forma funcional explícita de la frontera eficiente. La construcción de dicha frontera se sustenta en la envolvente del conjunto de puntos que representan las combinaciones de productos y costes de las entidades por medio de una frontera convexa que representa la mejor práctica existente en la industria. Dicho procedimiento se lleva a cabo mediante la aplicación de técnicas de programación lineal, en las que se asume que toda desviación de la posición de la entidad con respecto a la frontera se debe exclusivamente a la ineficiencia. La metodología no paramétrica más utilizada se denomina *análisis envolvente de datos* (DEA). Existen otras como el *Free Disposal Hull*, que es un caso particular del DEA, con la diferencia de que no se admiten combinaciones lineales en la comparación (Tulkens, 1993).

Mientras que la aplicación de fronteras estocásticas presenta como principal inconveniente el carácter restrictivo de los distintos supuestos distribucionales realizados con respecto al término de ineficiencia, las estimaciones obtenidas del DEA pueden estar sesgadas al alza, al captar como ineficiencia el efecto de variables que no están bajo el control de las entidades, es decir, pequeños cambios en los errores de medición de las variables pueden generar un importante cambio acumulado sobre la ineficiencia.

### 2. Factores determinantes de la eficiencia: evidencia empírica previa

Tal y como se ha señalado anteriormente, el núcleo fundamental de los estudios dedicados a la eficiencia bancaria se han encaminado a su medición, y no a la identificación de los factores que dan lugar a la aparición de ineficiencias de diferente na-

turalidad. Los análisis orientados a tal fin resultan escasos, presentando una reducida capacidad explicativa, tal y como ponen de manifiesto los valores obtenidos para el coeficiente de determinación en el análisis de regresión, resultando incluso inferiores al 10 por 100. Dentro de esta reciente y novedosa línea de investigación destacan los trabajos acometidos por Berger y Mester (1997) y Dietsch y Lozano-Vivas (2000). En el primero de ellos, los autores tratan de encontrar los determinantes de la ineficiencia incluyendo en el análisis, junto a los indicadores típicos de estructura de activo y pasivo, variables representativas de la forma organizativa adoptada, configuración de los órganos de gobierno, nivel de competencia existente en los mercados, distribución geográfica, y estructura del sistema legal y regulatorio al que las entidades se ven sometidas. Por su parte, Dietsch y Lozano-Vivas, en su intento de explicar las diferencias de eficiencia existentes entre las entidades bancarias españolas y francesas, dan entrada en el análisis a la caracterización del entorno económico en el que éstas desarrollan su actividad. Para ello, recogen las disparidades en términos de renta per capita, población, valor de los depósitos captados y densidad de su red de oficinas. El presente trabajo adopta este enfoque, al expandir el conjunto de variables determinantes de las diferencias en los costes soportados por las entidades, lo cual permite reducir los valores de ineficiencia a sus niveles mínimos, hasta su componente inherente, de difícil eliminación.

### 3. Eficiencia externa, técnica, interna y de gestión: un breve comentario

El conjunto de variables empleadas en nuestro análisis de la eficiencia mostrada por las entidades que configuran el sistema bancario español se clasifican bajo una cuádruple vertiente: externa, técnica, interna y de gestión. Dentro del primero de los grupos citados, se consideran aquellas variables que se encuentran fuera del ámbito de control de los gestores de las entidades. En este sentido, se incluyen nivel de los salarios, precio de los inmuebles donde las entidades se localizan, tamaño correspondiente a éstas, tipo de interés oficial —determinante del precio de los créditos y los depósitos—, así como una *proxy* de la fase del ciclo económico (principal factor explicativo de la amplitud de la demanda de crédito y oferta de depósitos, y del personal necesario para llevar a cabo las diferentes actividades bancarias).

En lo que respecta a la categoría de naturaleza técnica, la cual refleja el coste de producir un deter-

minado nivel y composición de productos bancarios, ésta contiene el valor de la cartera de créditos, valores y/o servicios vinculados a los depósitos, dado el precio de dichos *outputs*, así como el correspondiente a los pasivos captados, y de los factores trabajo, capital físico y financiero empleados. En el corto plazo, dichos factores se encuentran asociados a la función de coste y, por tanto, al proceso de transformación de *inputs* en *outputs* bancarios.

Por otro lado, las catalogadas como internas hacen referencia a aquellos factores que dan lugar a diferencias significativas en términos de costes entre las entidades, aun cuando se encuentran sometidas a la discrecionalidad de las mismas. Dentro de ellas se incluyen indicadores representativos de la estructura de pasivo (al incidir sobre los costes financieros) y del balance. De este modo, se tienen en cuenta aspectos tales como la especialización y las estrategias de distribución (elementos concernientes a las decisiones adoptadas en materia de personal, las relativas al conocimiento de las preferencias de los clientes, así como las correspondientes a la expansión de la red de oficinas y cajeros automáticos), variables que representan medidas relativas de productividad bancaria dentro de la industria.

Finalmente, la existencia de diferencias de carácter organizativo puede traducirse en niveles de coste dispares. En este sentido, debe considerarse la diversidad existente en materia organizativa, en las políticas y los procedimientos operativos aplicados, y en la capacidad de los máximos responsables para conducir y motivar a sus plantillas. A pesar de la dificultad que presenta su medición y cuantificación, su magnitud puede ser inferida a través del componente no explicado de la diferencia entre el nivel de eficiencia correspondiente a una entidad de una cierta dimensión y el asociado a una entidad de tamaño similar y de igual ámbito de actuación y localización, una vez controladas las ineficiencias de naturaleza externa, técnica e interna.

### III. METODOLOGÍA Y DEFINICIÓN DE VARIABLES

La metodología empleada para alcanzar los objetivos definidos se apoya en el desarrollo de las siguientes técnicas. En primer lugar, la eficiencia se mide a partir de la estimación de una frontera paramétrica basada en el método de *aproximación de libre distribución* (DFA). Alternativamente, se emplea la técnica no paramétrica del *análisis de envolvente de datos* (DEA).

### 1) Aproximación de libre distribución (DFA)

Los modelos estocásticos consideran la existencia de determinados factores aleatorios que se encuentran fuera del control de las unidades de gestión, que tienen efectos sobre los costes soportados por las entidades bancarias. Por ello, se requiere dividir la desviación de la frontera eficiente en sus dos componentes. El primero, capta la ineficiencia relativa de las observaciones respecto de la frontera eficiente, mientras que un segundo componente refleja las desviaciones de la frontera producidas por efectos externos aleatorios, o errores de medida en las observaciones. Esto es, en el caso de la frontera de costes:

$$\ln C_i = \ln C(y_i, x_i, z_i, \beta) + \mu_i; \mu_i = v_i + u_i, i = 1 \dots N \quad [1]$$

donde  $\ln C_i$  son los costes observados de la entidad  $i$ ,  $y_i$  es el vector de *outputs* obtenidos por la misma,  $x_i$  es el vector de precios de los *inputs* empleados,  $z_i$  representa variables de carácter no técnico que dan lugar a diferencia de costes,  $\beta$  es el vector de parámetros a estimar, y  $\ln C(y_i, x_i, z_i, \beta)$  es el logaritmo de los costes predichos de una entidad que minimiza sus costes. El término de error aleatorio  $v_i$  se asume independientemente distribuido de  $u_i$ . Normalmente, se asume que  $v_i$  se distribuye como una normal de media cero y varianza  $\sigma^2_{v_i}$ , y  $u_i$  como una seminormal ( $u_i$  es el valor absoluto de una variable que se distribuye como una normal con media cero y varianza  $\sigma^2_u$ ).

Con base en el planteamiento adoptado en el presente trabajo, el conjunto de variables explicativas introducidas en el análisis se refiere, como se definió en el apartado anterior, a factores de naturaleza externa, técnica, interna y de gestión. La identificación de los determinantes de las diferencias existentes entre los niveles de eficiencia mostrados por las entidades que configuran el sistema bancario español equivale, desde el punto de vista estadístico, a reducir el valor medio del componente de error en el análisis de regresión, es decir, minorar la diferencia entre el valor de los costes observados y estimados. Mientras que los estudios previos se han centrado en la explicación de las diferencias en el coste total, nuestro análisis distingue entre costes financieros y operativos, ya que de este modo, se precisa la influencia de los factores definidos anteriormente.

Teniendo en cuenta que la forma funcional empleada ha sido la función translogarítmica, como consecuencia de la mayor flexibilidad que ofrece frente a otras especificaciones, se definen las siguientes funciones de coste (1):

ECUACIÓN DE COSTES FINANCIEROS:

$$\ln IC = a_0 + \text{Externas} + \text{Técnicas} + \text{Internas} + \ln u + \ln v \quad [2]$$

siendo  $IC$  los costes financieros soportados por las entidades. Respecto a las variables definidas como *externas* se incluyen las siguientes:

- Tamaño de la entidad, aproximada por los activos totales.
- Tipo de interés interbancario a tres meses.
- PIB regional, variable representativa de las condiciones económicas vigentes en las regiones en las que operan las entidades y, por tanto, del comportamiento mostrado por la demanda de depósitos.
- Poder de mercado en el segmento de los depósitos, aproximado a través de la cuota de mercado mantenida en el mismo.
- Variable *dummy* que representa la región en la que la entidad desarrolla con carácter preferente su actividad.

Respecto a las cantidades y precios de los productos y factores, variables catalogadas como *técnicas*, éstas se definen de la siguiente forma:

#### a) *Outputs*:

- Valor de los créditos totales.
- Magnitud de la cartera de valores y otros activos rentables.

#### b) Precio de los *inputs*:

- Coste de los fondos prestables, calculado como el cociente entre los costes financieros y los correspondientes elementos de pasivo (depósitos y otras fuentes de financiación alternativas).
- Coste del factor trabajo, obtenido como los gastos de personal imputables a cada uno de los empleados.
- Coste del capital físico y financiero, definido como la ratio entre los gastos de inversión en instalaciones y equipamientos y los correspondientes a los recursos financieros, y el valor contable que aparece en balance para estas partidas.

Finalmente, se especifican tres variables *internas* que pueden dar lugar a importantes diferencias en los costes financieros soportados (2):

— Ratio cajeros/oficina, ya que las entidades pueden ofrecer remuneraciones inferiores por los depósitos captados, como consecuencia de la mayor conveniencia que ofrecen a sus clientes.

— Créditos/activos totales. La obtención de mayores niveles de ingresos por la materialización de las inversiones crediticias amplía las posibilidades de incrementar la remuneración ofrecida por los depósitos captados.

— Depósitos/activos totales. Valores reducidos para esta ratio implican menores costes financieros, al tratarse, dados los tipos de interés oficiales, de una fuente de financiación menos costosa que la captación de recursos en el mercado interbancario.

ECUACIÓN DE COSTES OPERATIVOS:

$$\ln OC = b_0 + \text{Externas} + \text{Técnicas} + \text{Internas} + \ln u + \ln v \quad [3]$$

incluyendo OC los costes en los que se incurre por la adquisición de los factores trabajo, capital físico y activos materiales. En este caso, las variables de carácter *externo* consideradas han sido, junto a las definidas en la ecuación correspondiente a los costes financieros, excluido el tipo de interés interbancario a tres meses, el salario medio y el precio medio de los inmuebles de las regiones en la que las entidades desarrollan su actividad —ambos ponderados por el número de oficinas—, determinantes del precio soportado por las entidades financieras en la adquisición de los factores de dicha naturaleza.

En relación con las de carácter *técnico*, junto a los *outputs* y al precio del factor trabajo y capital definido anteriormente, se considera el coste de oportunidad asociado al empleo de los activos materiales, aproximado por el tipo de interés vigente en el mercado.

Finalmente, y en lo que respecta a las variables *internas*, se ha incluido, junto a los ratios cajeros/oficina y créditos/activos totales, el número de oficinas y cajeros instalados. Como medidas de productividad relativa dentro de la industria, se consideran la ratio empleados por oficina y los depósitos captados por cada una de estas unidades básicas de negocio.

## 2. Aproximación de programación lineal (análisis de envoltente de datos [DEA])

Partiendo de las definiciones de las variables señaladas anteriormente, se estima un modelo no paramétrico (DEA) en el que, mediante el uso de programación lineal, se trata de encontrar la entidad que presenta el mínimo coste correspondiente a la obtención al vector de *outputs* ( $Q$ ), dado el vector de precios ( $P$ ) correspondiente a los *inputs* y la tecnología empleada, que se supone presenta economías de escala. Partiendo de estos supuestos, donde  $\tau$  representa el vector que pondera cada una de las entidades que componen la muestra, la eficiencia en costes que presenta una entidad *j-ésima* puede ser evaluada comparando el coste en el que incurre para obtener el vector de *outputs*  $q$  con el que soportaría la entidad máximo-eficiente en la producción de dichas cantidades de acuerdo con su función de coste. Dicha eficiencia en coste se calcula a través de la resolución del siguiente programa lineal:

$$\begin{aligned} \text{Min } \theta \text{ sujeto a } & q_j \leq \tau Q \\ \theta, \tau & \tau P \leq \theta p_j \\ & Z_\tau \geq Z_0 \\ & \tau \in R_+^J \\ & \sum_{j=1}^J \tau_j = 1 \end{aligned} \quad [4]$$

donde la restricción  $Z_\tau \geq Z_0$  refleja el conjunto de variables catalogadas como externas e internas empleadas en el análisis paramétrico correspondiente a la estimación de las funciones de coste de naturaleza financiera y operativa (3).

Designando la solución del problema anterior por  $\theta^*$ , la práctica de menor coste satisface la siguiente condición:  $p_j^* = \theta^* p_j$ , de tal modo que la eficiencia en coste de la entidad *j-ésima* se define a través de  $\theta^* = p_j^*/p_j$ . Cuando  $\theta^* = 1$ , la entidad *j-ésima* es máximo eficiente, dado su vector de *outputs* y precio de los *inputs* ( $q_j, p_j$ ), situándose sobre la frontera que representa la mejor práctica posible. Por el contrario, cuando  $\theta^* < 1$ , la entidad *j-ésima* presenta niveles de ineficiencia.

## IV. LA EFICIENCIA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL: FUENTES E IMPORTANCIA

Las ecuaciones [3] y [4] son estimadas para un panel de datos de carácter semestral constituido por las observaciones correspondientes a las entidades que configuran el sector de cajas de ahorros, así

como a los principales bancos privados (31 entidades) durante el período 1992-2001 (4). La evolución de los niveles de eficiencia en materia de costes financieros muestra que (véase gráfico 1) el proceso de transformación al que se ha visto sometido el sector bancario español a lo largo del horizonte temporal considerado se ha traducido en mejoras continuas de los niveles de eficiencia, con la excepción de 1995. Concretamente, ésta se sitúa, en términos medios, en el 98,9 por 100, dando lugar a una ineficiencia de sólo un 1,1 por 100 a lo largo de los diez años comprendidos entre 1992 y 2001. La bondad de los resultados confirma la escasa capacidad de maniobra de la que disponen los gestores de las entidades financieras para reducir las ineficiencias alterando la dimensión de la red de cajeros automáticos, la composición de la cartera de créditos y valores, o adoptando estrategias que permitan adquirir ventajas en el mercado de depósitos, dados los tipos de interés oficiales. En consecuencia, todo parece apuntar que la eliminación de las ineficiencias actuales pasa por el perfeccionamiento de las estructuras organizativas y técnicas de gestión.

En lo que respecta a los costes operativos, no se observa (véase gráfico 2) ninguna tendencia definida en el comportamiento de la eficiencia a lo largo del tiempo. Concretamente, los niveles de ineficiencia no sobrepasan el 12 por 100 a lo largo del horizonte temporal considerado. Dichos niveles son inferiores a los obtenidos en los trabajos que se estructuran incluyendo una menor riqueza informativa en el análisis. De este modo, se constata que el empleo de medidas de productividad relativa dentro de la industria que permitan reflejar las diferencias en materia de prestación de servicios bancarios, tales como el personal empleado y la dimensión de la red de oficinas y cajeros, da lugar a una reducción de los niveles de ineficiencia en un 10-15 por 100. Los bajos niveles mostrados por la ineficiencia en ambas vertientes de coste vienen a reflejar decisiones de gestión sujetas a una elevada incertidumbre, tales como variaciones en los tipos de interés oficiales, que pueden afectar a los costes financieros, y la demanda de depósitos o el crecimiento inesperado del tamaño de este mercado y, por tanto, de los gastos derivados de su explotación.

Cuando el análisis se efectúa utilizando la aproximación del *análisis de envoltante de datos* (DEA), se observa una menor sensibilidad del comportamiento de los costes financieros a la inclusión de variables adicionales a las empleadas en trabajos anteriores, presentándose el comportamiento opuesto cuando se focaliza en la vertiente de los costes ope-

rativos. Así, en relación con la primera, el nivel de eficiencia se sitúa, tal y como puede observarse en el gráfico 3, en el 93 por 100 a lo largo del período. Por el contrario, los niveles alcanzados en términos de costes operativos se elevan hasta el 98 por 100, lo que se traduce en una ineficiencia media de únicamente el 2 por 100 (véase gráfico 4). En general, los resultados derivados del análisis no paramétrico resultan muy similares a los obtenidos cuando la técnica empleada descansa en la *distribución de aproximación libre*.

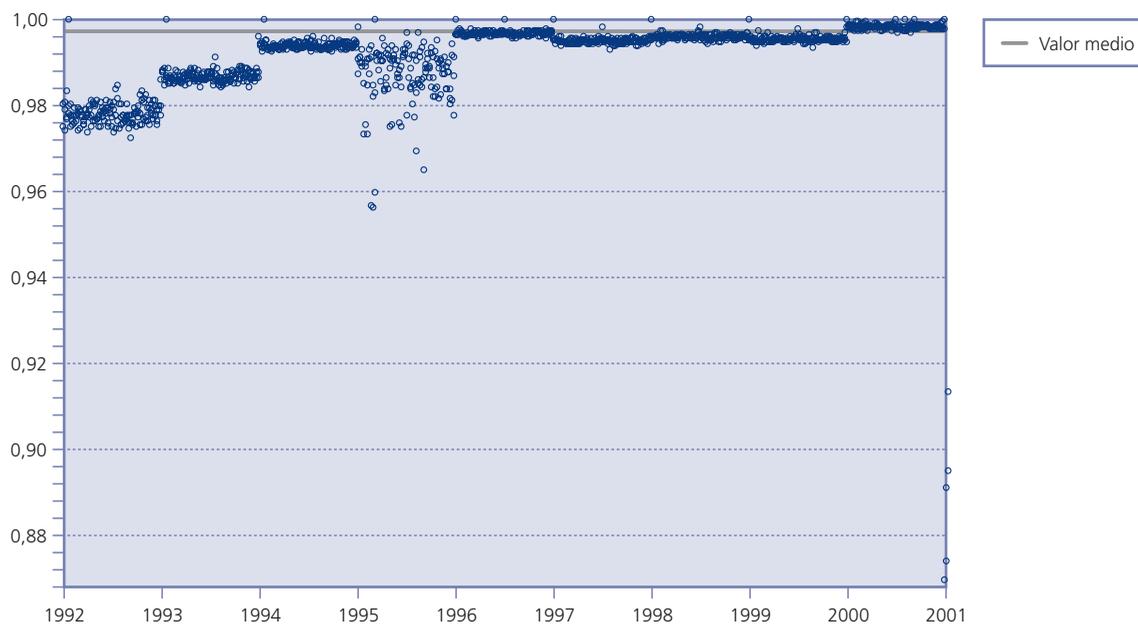
## V. CONCLUSIONES

De acuerdo con la evidencia empírica obtenida de 130 estudios acometidos para la industria bancaria de 21 países, en los que se emplean cinco aproximaciones diferentes, la ineficiencia alcanza, en términos medios, en torno al 20-25 por 100 (Berger y Humphrey, 1997). Con base en dichas estimaciones, y dado que el margen de explotación se sitúa en el 17 por 100 de los costes totales, una entidad media podría duplicar sus beneficios, así como su rentabilidad en términos de activos totales, llevando a cabo una reestructuración de sus operaciones tendente a alcanzar el *modus operandi* de la entidad máximo-eficiente. Aun cuando los incentivos asociados a este proceso de transformación son más que evidentes, el seguimiento de la actualidad bancaria nos muestra que las mejoras de eficiencia no han sido especialmente significativas durante los últimos años.

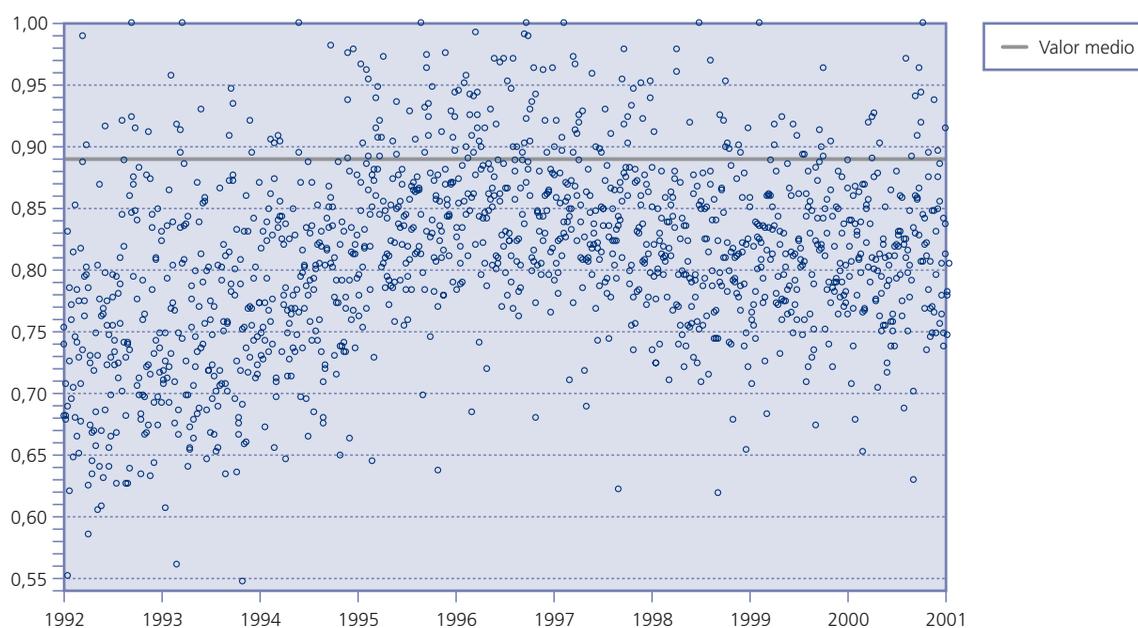
El conjunto de variables empleadas en nuestro análisis de la eficiencia mostrada por las entidades que configuran el sistema bancario español se clasifica bajo una cuádruple vertiente: externa, técnica, interna y de gestión. Mientras que los estudios previos se han centrado en la explicación de las diferencias en el coste total, nuestro análisis descansa en la distinción entre costes financieros y operativos, ya que de este modo, se precisa la influencia de los factores señalados.

La evolución de los niveles de eficiencia en materia de costes financieros muestra que el proceso de transformación al que se ha visto sometido el sector bancario español a lo largo del horizonte temporal considerado se ha traducido en mejoras continuas de los niveles de eficiencia. En lo que respecta a los costes operativos, no se observa ninguna tendencia definida en el comportamiento de la eficiencia a lo largo del tiempo. Concretamente, los niveles de ineficiencia no sobrepasan el 12 por 100 a lo largo del horizonte temporal considerado.

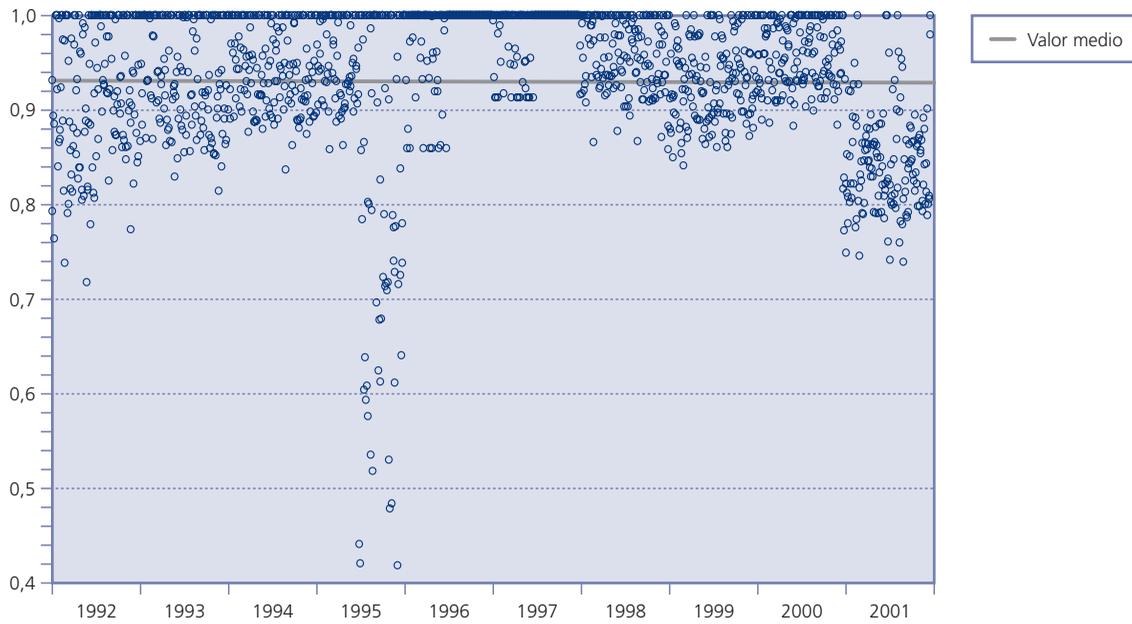
**GRÁFICO 1**  
**EFICIENCIA EN COSTES FINANCIEROS-DFA**



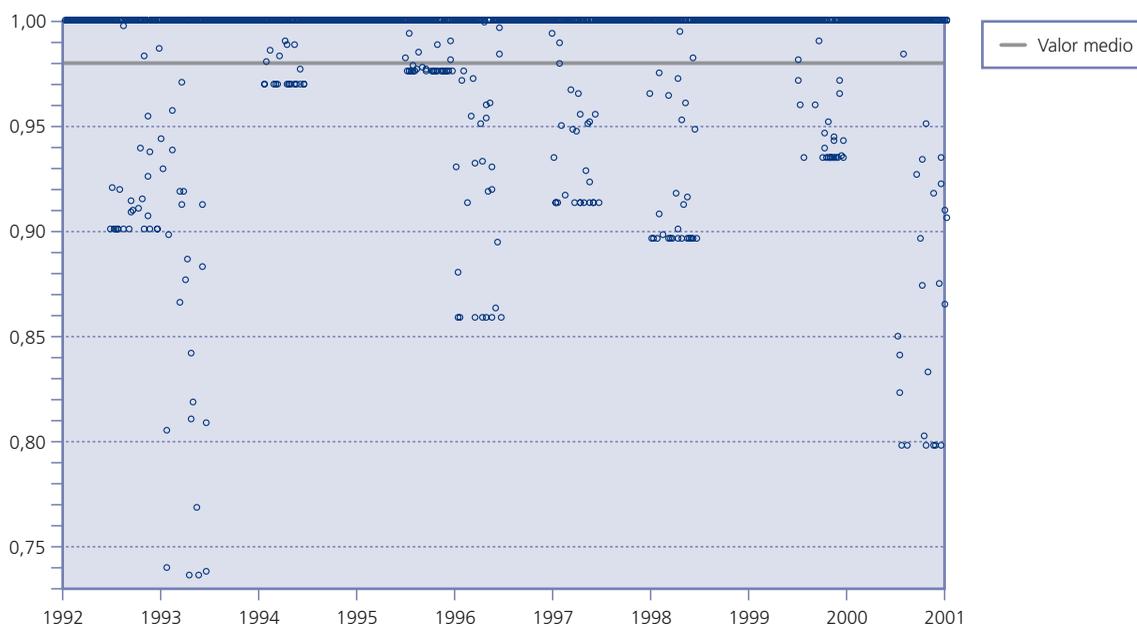
**GRÁFICO 2**  
**EFICIENCIA EN COSTES OPERATIVOS-DFA**



**GRÁFICO 3**  
**EFICIENCIA EN COSTES FINANCIEROS-DEA (1992-2001)**



**GRÁFICO 4**  
**EFICIENCIA EN COSTES OPERATIVOS-DEA (1992-2001)**



Dichos niveles son inferiores a los obtenidos en los trabajos que se estructuran incluyendo una menor riqueza informativa en el análisis. De este modo, se constata que el empleo de medidas de productividad relativa dentro de la industria, que permitan reflejar las diferencias en materia de prestación de servicios bancarios, da lugar a una reducción de los niveles de ineficiencia en un 10-15 por 100. Los bajos niveles mostrados por la ineficiencia en ambas vertientes de coste vienen a reflejar decisiones de gestión sujetas a una elevada incertidumbre, tales como variaciones en los tipos de interés oficiales que pueden afectar a los costes financieros, y la demanda de depósitos o el crecimiento inesperado del tamaño de este mercado y, por tanto, de los gastos derivados de su explotación. En general, los resultados derivados del análisis no paramétrico resultan muy similares a los obtenidos cuando la técnica empleada descansa en la *distribución de aproximación libre*.

#### NOTAS

(1) La función *translog* consiste, básicamente, en una aproximación cuadrática a una función decreciente obtenida mediante el desarrollo en serie de Taylor alrededor de un punto de aproximación. Sus principales ventajas estriban en: a) no requiere el establecimiento de restricciones sobre la elasticidad de sustitución entre factores; b) permite que la función de costes adopte forma de U, y c) permite potenciales complementariedades en coste a través de la especificación multiproducto.

(2) La aproximación empleada para las variables internas ha sido de carácter lineal, y no de tipo cuadrático, tal y como se ha establecido para las de naturaleza externa y técnica.

(3) MAUDOS y PASTOR (2003) y LOZANO-VIVAS, PASTOR y PASTOR (2002) emplean una aproximación similar. Sin embargo, existen algunas diferencias con respecto al esquema que hemos empleado. Dichas diferencias estriban en: 1) Maudos y Pastor definen los depósitos como un input (mientras que Lozano-Vivas, Pastor y Pastor, los atribuyen como *output*); 2) ambos definen el coste del factor trabajo como el cociente

gastos de personal/activos totales; y 3) definen el coste del capital en términos exclusivos del capital físico.

(4) La falta de información relativa a la totalidad de las variables empleadas en el análisis ha dado lugar a la exclusión de los bancos privados de pequeña dimensión, así como de las cooperativas de crédito. En cualquier caso, la muestra empleada representa el 90 por 100 de los activos totales del sector bancario español.

#### BIBLIOGRAFÍA

- BAUER, P.; BERGER, A.; FERRIER, G., y HUMPHREY, D. (1998), «Consistency conditions for regulatory analysis of financial institutions: A comparison of frontier efficiency methods», *Journal of Economics and Business*, 50: 85-114.
- BAUER, P., y HANCOCK, D. (1993), «The efficiency of the Federal Reserve in providing check processing services», *Journal of Banking and Finance*, 17: 287-311.
- BERGER, A. (1993), «Distribution-free estimates of efficiency in the US banking industry and tests of the standard distributional assumptions», *Journal of Productivity Analysis*, 4: 261-292.
- BERGER, A., y HUMPHREY, D. (1997), «Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research», *European Journal of Operational Research*, 98: 175-212.
- BERGER, A., y MESTER, L. (1997), «Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions», *Journal of Banking and Finance*, 21: 895-947.
- DIETSCH, M., y LOZANO-VIVAS, A. (2000), «How the environment determines banking efficiency: A comparison between French and Spanish industries», *Journal of Banking and Finance*, 24: 985-1004.
- LOZANO-VIVAS, A.; PASTOR, J., y PASTOR, J. (2002), «An efficiency comparison of European banking systems operating under different environmental conditions», *Journal of Productivity Analysis*, 18: 59-78.
- MAUDOS, J., y PASTOR J. (2003), «Cost and profit efficiency in the Spanish banking sector (1985-1996): A non-parametric approach», *Applied Financial Economics*, 13: 1-12.
- SHERMAN, D., y LADINO, G. (1995), «Managing bank productivity using data envelopment analysis (DEA)», *Interfaces*, 25: 60-73.
- TULKENS, H. (1993), «On FDH efficiency analysis: Some methodological issues and applications to retail banking, courts, and urban transit», *Journal of Productivity Analysis*, 4: 183-210.

# ESPECIALIZACIÓN Y PRECIOS EN LA INDUSTRIA BANCARIA EUROPEA

## ESTRATEGIAS COMPETITIVAS Y EFECTOS MACROECONÓMICOS

Santiago CARBÓ VALVERDE  
Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

Universidad de Granada y FUNCAS

### Resumen

En este artículo, se estudian los efectos de los cambios en las pautas de especialización productiva de las entidades bancarias europeas sobre las estrategias de precios, y se incluyen algunas consideraciones respecto a los efectos de los cambios en el ciclo económico sobre estas estrategias. Tras analizar las principales contribuciones a la modelización del margen de intermediación en la literatura bancaria, desde la aportación seminal de Ho y Saunders (1981), se propone una revisión de estos estudios para una consideración más amplia de la estructura de ingresos, más allá del análisis del margen de intermediación. Se acomete, asimismo, un análisis empírico con datos de panel para estudiar los determinantes de los márgenes de negocio en sentido amplio, así como la posibilidad de un comportamiento *loss-leader* en la actividad tradicional. Asimismo, se analiza si existe evidencia a favor de la hipótesis de alisado intertemporal de los tipos de interés con el ciclo económico en las entidades bancarias europeas. Los resultados parecen indicar que la especialización supone efectos diferenciales en la estructura de ingresos, implicando diferentes comportamientos estratégicos. Asimismo, parece existir evidencia a favor de un comportamiento *loss-leader* en la actividad tradicional. En este sentido, las entidades bancarias ofrecen depósitos a un precio inferior a su coste marginal y compensan esta pérdida con tipos de interés más elevados en los créditos. Sin embargo, no parece existir evidencia a favor de la hipótesis de alisado intertemporal de los tipos de interés en los sistemas bancarios europeos.

*Palabras clave:* entidades bancarias, precios, especialización, estructura de mercado, riesgo intertemporal.

### Abstract

This article studies the effects of the changes in guidelines for the productive specialization of European financial institutions for price strategies, and includes thoughts on the effects of changes in the economic cycle on these strategies. Following an analysis of the primary contributions of the margin of intermediation in banking literature to this model, taken from the weekly participation of Ho and Saunders (1981), the piece proposes that these studies be revised in order to offer a wider account of income structure beyond a simple analysis of the margin of intermediation. It also undertakes to provide an empirical analysis using panel data to study the determining factors of business margins in a wider sense, as well as the possibility of a *loss-leader* performance in traditional activities. Furthermore, it analyses whether evidence exists in favour of the hypothesis of an inter-temporary smoothing out of interest rates within the economic cycle of European financial institutions. The results seem to indicate that specialization leads to differential effects on the income structure, implying different strategic behaviours. There also seems to exist evidence in favour of a *loss-leader* performance in traditional activities. In this regard, financial institutions offer deposits at a price below their marginal costs, compensating this loss with higher interest rates on loans. There does not seem to be any evidence, however, in favour of the hypothesis regarding an inter-temporary smoothing out of interest rates within European financial systems.

*Key words:* financial institutions, prices, specialization, market structure, inter-temporary risk.

*JEL classification:* G21, D40.

## I. INTRODUCCIÓN

EN las dos últimas décadas, los sectores bancarios han afrontado transformaciones considerables en su estructura de negocio, en consonancia con los procesos de liberalización e innovación financieras que han afectado a los sistemas financieros a escala internacional. En este ámbito, la empresa bancaria se ha convertido en un ente complejo en el cual la diversificación de la actividad, la gestión del riesgo y la participación en los mercados de capitales se han configurado como sus tres ejes competitivos fundamentales. Esta visión de los intermediarios financieros se ha alejado, en cierto modo, de su consideración tradicional como entidades que captan de-

depósitos y conceden créditos; por ello, la naturaleza multiproducto de la empresa bancaria ha de considerarse un elemento central en cualquier análisis de las estrategias competitivas en el sector bancario.

Este artículo se ocupa de las estrategias de precios de las entidades bancarias europeas en el entorno de innovación y diversificación financiera. Más de dos décadas han transcurrido ya desde la aportación seminal de Ho y Saunders (1981), soporte fundamental de numerosas contribuciones posteriores a la modelización de los márgenes de negocio en la actividad bancaria, tanto desde la perspectiva teórica como empírica. Sin embargo, el modelo de Ho-Saunders se construye alrededor del

margen de intermediación, como *spread* fundamental de la actividad típica o tradicional de captación de depósitos y concesión de crédito. Por ello, resulta conveniente retomar las principales hipótesis e implicaciones de los principales modelos construidos a partir del de Ho-Saunders para adoptar una perspectiva más amplia. En esta perspectiva deben tener cabida diversas estrategias de especialización y una visión más comprehensiva de los márgenes de negocio, para considerar otros márgenes y estrategias de precios más allá del margen de intermediación.

Estas distinciones no son triviales, puesto que las estrategias de especialización y las de precios se hallan ineludiblemente unidas, y es posible que existan efectos cruzados en los precios de los distintos productos que dan lugar a estrategias más complejas que las que recogen los modelos tradicionales para la industria bancaria. Más aún, es posible que este análisis sirva como primera aproximación de las implicaciones macroeconómicas de las estrategias de precios desde el punto de vista del llamado «alisado intertemporal de los tipos de interés» (*intertemporal rate smoothing*). Esta hipótesis predice que las entidades que generan un mayor número de relaciones contractuales duraderas (depósitos) pueden ofrecer precios mayores a los de mercado para sus créditos en épocas de expansión económica y menores en etapas de recesión, colaborando a la diversificación intertemporal no sólo de los precios sino también del riesgo.

El artículo se divide en cuatro apartados siguiendo a esta introducción. En el apartado II se ofrece una revisión de las principales tendencias en la estructura de ingresos de las entidades financieras europeas, en un entorno de innovación financiera, como primera aproximación a los cambios en las estrategias de precios. A continuación (apartado III), se realiza una revisión de las principales contribuciones teóricas y empíricas a la modelización de precios en la industria bancaria, así como una revisión de las principales hipótesis que de ellas subyacen para dar cabida a las estrategias de especialización. En el apartado IV se realiza un análisis empírico para siete países europeos —Francia, Alemania, Italia, España, Holanda, Suecia y Reino Unido— para contrastar la hipótesis de la relevancia de la especialización en la determinación del margen de intermediación y otros márgenes de negocio más amplios. En este apartado se ofrece, asimismo, evidencia empírica preliminar para estos países sobre la hipótesis de *intertemporal rate smoothing*. El artículo se cierra (apartado V) con un resumen de las principales conclusiones e implicaciones de política económica.

## II. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES DE NEGOCIO EN LA INDUSTRIA BANCARIA EUROPEA

Los sectores bancarios europeos han experimentado cambios sustanciales en su estructura de negocio y, por extensión, en su estructura de ingresos, como consecuencia de los procesos de liberalización e innovación financiera y de la intensificación competitiva que éstos han llevado aparejada. Sin embargo, conviene establecer matices respecto a qué se entiende como «intensificación competitiva» y cuál es la verdadera extensión de sus efectos.

En primer lugar, no cabe duda de que ha proliferado el número de competidores, no sólo en el sector bancario sino de otros intermediarios financieros, fundamentalmente inversores institucionales. En este sentido, debe tenerse en cuenta que el proceso de desintermediación financiera, y el consiguiente crecimiento de activos como fondos de inversión y pensiones o seguros, ha sido en gran parte reconducido por las entidades de depósito, que se han convertido en sus principales gestores en países como España e Italia. Del mismo modo, a pesar de la creciente diversificación de la actividad bancaria y del aumento de la participación en los mercados de valores, el volumen de la actividad tradicional ha continuado creciendo a tasas elevadas en los últimos años. Estas tendencias se reflejan en el cuadro n.º 1, donde puede observarse la evolución de la actividad crediticia de entidades de crédito, los activos de los fondos de inversión y los de las compañías de seguros como ratio (en tanto por uno) del PIB nacional en los países de la Unión Europea entre 1997 y 2002. En todos los casos se aprecia un crecimiento significativo, si bien los fondos de inversión han experimentado un ligero retroceso en su representatividad desde 2000, en consonancia con la menor rentabilidad de los mercados bursátiles en ese período. A pesar de este retroceso, los activos conjuntos de compañías de seguros y fondos de inversión ya representan más del 50 por 100 del peso de los créditos en la mayoría de los países —al margen de Luxemburgo, por la «especial» localización de la inversión financiera en este país— llegando incluso a equipararse en el Reino Unido.

Según el Banco Central Europeo (2000), los cambios agregados en la actividad y en el entorno competitivo se han reflejado de forma nítida en la estructura de ingresos de los intermediarios bancarios europeos. Por un lado, la concurrencia de los esfuerzos de cara a la integración monetaria y de los prolongados procesos de liberalización ha dado lu-

CUADRO N.º 1

**EVOLUCIÓN DEL NEGOCIO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, FONDOS DE INVERSIÓN  
Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS EN LA UNIÓN EUROPEA (1997, 2000, 2002)**  
Expresado como ratio del PIB nacional

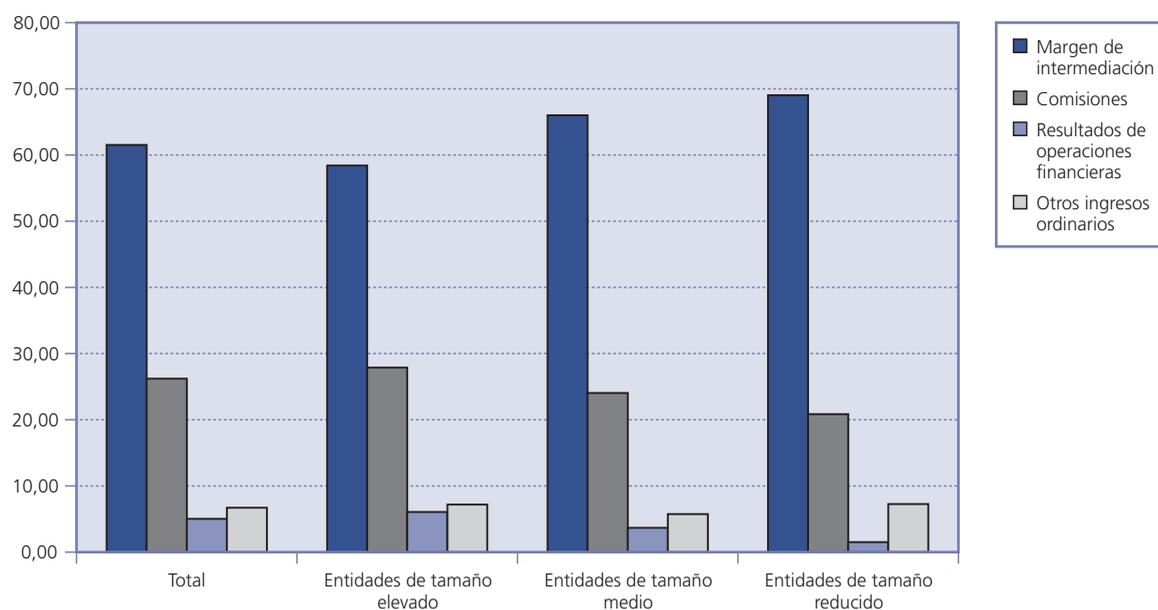
	1997			2000			2002		
	Créditos entidades de crédito	Activos fondos de inversión	Activos compañías de seguros	Créditos entidades de crédito	Activos fondos de inversión	Activos compañías de seguros	Créditos entidades de crédito	Activos fondos de inversión	Activos compañías de seguros
Bélgica .....	0,95	0,14	0,34	0,99	0,34	0,43	1,04	0,30	0,47
Dinamarca.....	1,34	0,08	0,46	1,41	0,20	0,59	1,56	0,21	0,57
Alemania.....	1,37	n.d.	0,36	1,42	0,40	0,43	1,47	0,35	0,48
Grecia .....	0,36	0,22	0,04	0,47	0,25	0,06	0,62	0,11	0,06
España .....	0,83	0,33	0,17	0,94	0,27	0,23	1,06	0,21	0,23
Francia .....	0,85	0,36	0,45	0,85	0,47	0,56	0,91	0,40	n.d.
Irlanda.....	1,12	0,61	n.d.	1,48	n.d.	0,52	1,67	n.d.	n.d.
Italia .....	0,72	0,18	0,14	0,77	0,38	0,23	0,83	0,26	0,26
Luxemburgo.....	5,49	22,68	0,91	6,58	40,23	1,27	6,89	33,06	n.d.
Holanda .....	1,25	0,19	0,47	1,44	0,29	0,62	1,53	0,21	0,64
Austria .....	1,17	0,22	0,25	1,20	0,44	0,26	1,27	0,47	0,28
Portugal .....	0,79	0,24	0,15	1,14	0,22	0,21	1,39	0,20	0,24
Finlandia.....	0,48	0,03	0,06	0,54	0,10	0,07	0,60	0,08	0,05
Suecia .....	0,97	0,19	0,71	0,96	n.d.	0,91	n.d.	n.d.	0,69
Reino Unido .....	1,18	0,18	1,04	1,21	n.d.	1,10	1,31	n.d.	n.d.
UE.....	1,03	n.d.	0,32	1,10	n.d.	0,40	1,16	n.d.	n.d.
UME.....	1,06	n.d.	0,45	1,12	n.d.	0,54	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Banco Central Europeo.

gar, con diferentes oscilaciones, a una situación de tipos de interés moderados en la actividad típica. La consecuencia inmediata de esta evolución ha sido una reducción progresiva de los márgenes de intermediación como porcentaje de los ingresos totales de las entidades bancarias. Es en este punto donde parece más adecuado asignar los efectos de la «intensificación competitiva», puesto que si se analiza de forma más amplia la estructura de ingresos, se encuentra (tal y como señala el propio BCE) una compensación significativa de esta reducción en la evolución de los ingresos por otros productos ordinarios. De este modo, si se analiza el gráfico 1, donde se muestra la estructura de ingresos de las entidades bancarias de la Unión Europea en 2002 para diferentes segmentos de tamaño, pueden constatar tres extremos: 1) el margen de intermediación aún supone, dado el elevado crecimiento de los créditos en términos de volumen, más del 60 por 100 de los ingresos totales; 2) las comisiones, como exponente máximo de los ingresos por otros productos ordinarios, llegan ya a suponer casi un 30 por 100 del total de ingresos bancarios; 3) se observan algunas diferencias en función de la dimensión debidas a la especialización, con un mayor peso del margen de intermediación en las entidades de menor tamaño.

La relevancia de la dimensión y/o especialización se confirma en el cuadro n.º 2, donde se analizan los márgenes y la rentabilidad de las 50 entidades de mayor dimensión en la Unión Europea entre 2000 y 2003, a partir de los análisis del Comité de Supervisión Bancaria para el Banco Central Europeo. El peso relativo del margen de intermediación y de otros productos ordinarios resulta muy similar para este conjunto de entidades, si bien está sujeto a oscilaciones en función con la evolución de los mercados de valores. Así pues, si bien en 2000 el margen de intermediación suponía el 1,35 por 100 del total de activos, y otros productos ordinarios el 1,52 por 100, en 2003 el primero tiene un peso más elevado (1,32 por 100) que el segundo (1,28), en consonancia con el marcado crecimiento de la actividad crediticia. En cualquier caso, la partida de otros productos ordinarios mantiene una representatividad en torno a la mitad del total de ingresos de estas entidades. Por último, la rentabilidad tanto sobre activos totales (ROA) como sobre recursos propios (ROE) parece haber experimentado un ligero retroceso durante este período, habida cuenta de la mayor diversificación de estas entidades hacia unos mercados de valores a la baja en estos años, si bien se observa una recuperación a partir de 2003.

GRÁFICO 1

**ESTRUCTURA DE INGRESOS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS DE LA UNIÓN EUROPEA (DICIEMBRE 2002)**  
**Porcentaje de ingresos totales (financieros y de otros productos ordinarios)**


Fuente: Banco Central Europeo.

En resumen, el nivel de especialización/diversificación de las entidades bancarias parece manifestarse en su estructura de ingresos y, por lo tanto, es conveniente analizar qué efectos tiene en las estrategias de precios y qué hipótesis pueden derivarse respecto al comportamiento estratégico en la formación de precios en función de la especialización.

### III. ESTRATEGIAS DE PRECIOS EN BANCA: UNA REVISIÓN

#### 1. Modelos de determinación de los márgenes de intermediación: hipótesis subyacentes

La mayor parte de los estudios relativos a las estrategias de precios de las entidades de depósito se refieren a la modelización de diferenciales o márgenes de intermediación a partir de dos grandes enfoques: el de intermediación, o *dealership*, y el llamado micro-modelo de empresa bancaria. Tanto uno como otro parten de la perspectiva tradicional de la organización industrial, si bien se ciñen al análisis de los márgenes de intermediación entre

créditos y depósitos y a las fuentes de riesgo y de estructura de mercado que pueden afectar a los mismos. En este apartado se sigue, por su carácter dinámico y su difusión, el enfoque del *dealership*. En el enfoque del micro-modelo de empresa bancaria (Zarruck, 1989; Wong, 1997), a diferencia del enfoque del *dealership*, se parte de una perspectiva estática, suponiendo que la demanda y la oferta de crédito y depósitos vacían ambos mercados simultáneamente.

En el enfoque de la intermediación, o *dealership*, desarrollado fundamentalmente a partir del trabajo de Ho y Saunders (1981), la entidad de depósito se concibe como un *dealer* adverso al riesgo que actúa en sentido dinámico, fijando los precios de créditos y depósitos de modo que permitan equilibrar la asimetría temporal entre la demanda de liquidez de los primeros y la de los segundos, determinadas aleatoriamente. En las diferentes especificaciones de estos modelos (McShane y Sharpe, 1985; Allen, 1988; Angbazo, 1997; Saunders y Schumacher, 2000), los márgenes entre créditos y depósitos vienen definidos por las comisiones fijadas por la entidad por los servicios de liquidez. Saunders y Schumacher (2000) resumen las principales características de las mismas.

CUADRO N.º 2

## MÁRGENES Y RENTABILIDAD DE LAS CINCUENTA MAYORES ENTIDADES BANCARIAS EN LA UNIÓN EUROPEA

	2000	2001	2002	2003
Margen de intermediación/activos totales (porcentaje).....	1,35	1,38	1,42	1,32
Otros productos ordinarios/activos totales (porcentaje) .....	1,52	1,36	1,28	1,18
Otros productos ordinarios/ingresos totales (porcentaje) .....	52,90	49,60	47,50	47,20
ROE (porcentaje) .....	14,60	10,60	8,50	11,40
ROA (porcentaje).....	0,76	0,50	0,39	0,43

Fuente: Banco Central Europeo.

En su especificación, el margen de intermediación, definido como la diferencia entre el precio medio de los créditos y los costes financieros unitarios de los depósitos ( $r_L - r_D$ ), debe igualar las comisiones establecidas por la provisión inmediata de liquidez en los servicios de crédito y depósitos ( $b$  y  $a$ , respectivamente):

$$R_L - R_D = (a + b) \quad [1]$$

donde  $r_L = (r + b)$  y  $r_D = (r - a)$ , siendo  $r$  el tipo de interés de mercado libre de riesgo. A partir de estas comisiones por los servicios de liquidez, se obtiene el llamado diferencial, o *spread*, de precios de créditos y depósitos puro ( $s$ ), cuya denominación se debe a que los factores que lo determinan lo hacen homogéneo para todas las entidades de depósito que integran un sistema financiero:

$$s = (a + b) = \frac{\alpha}{\beta} + \frac{1}{2} R \sigma_i^2 Q \quad [2]$$

donde el primer término ( $\alpha/\beta$ ) se refiere al diferencial de precios libre de riesgo, puesto que  $\alpha$  y  $\beta$  representan la constante y pendiente, respectivamente, de las funciones aleatorias de liquidez de demanda de créditos y oferta de depósitos. La ratio  $\alpha/\beta$  es, pues, un componente de estructura de mercado, dado que cuanto mayor sea el valor de este cociente, la entidad se enfrenta a unas funciones de demanda y oferta de créditos y depósitos más inelásticas, pudiendo ejercer de este modo un mayor poder de mercado. Por otro lado, el segundo componente del diferencial de precios puro ( $1/2 R \sigma_i^2 Q$ ) representa el ajuste por riesgo en función de tres factores correlacionados positivamente con este diferencial: el coeficiente de aversión al riesgo de los gestores ( $R$ ), el volumen de las transacciones ( $Q$ ) y la varianza del tipo de interés ( $\sigma_i^2$ ).

Siguiendo una metodología similar, Angbazo (1997) propone una estimación del diferencial puro

de precios (entre crédito y depósitos) algo más amplia, con el objetivo de distinguir entre riesgo de crédito y riesgo de tipo de interés. Junto con el diferencial puro libre de riesgo ( $\alpha/\beta$ ), se introducen ajustes por riesgo de crédito, volatilidad de los tipos de interés de mercado e interacción entre el riesgo de crédito y la volatilidad del tipo de interés.

En cualquier caso, en el diferencial de precios puro no se incluye el conjunto de factores de tipo institucional que pueden tener una incidencia significativa en los precios (1). Para calcular este diferencial puro, se descuenta el impacto sobre los márgenes de intermediación de factores tales como los tipos de interés implícitos en los servicios relacionados con los depósitos, el coste de oportunidad por el mantenimiento de reservas de liquidez, el impacto de la regulación de solvencia, el volumen de recursos propios, el riesgo de liquidez o la eficiencia operativa (Angbazo, 1997, y Saunders y Schumacher, 2000). De este modo, el margen de intermediación (MRNT), interpretado como el diferencial de precios de créditos y depósitos, vendría definido, en sentido amplio, por la siguiente expresión (Angbazo, 1997):

$$MRNT_{it} = F(S_{it}[\cdot], X_{it}, \varepsilon_{it}) \quad [3]$$

donde  $S_{it}$  es el diferencial de precios o *spread* de créditos y depósitos de la entidad  $i$  en el período  $t$ ;  $X_{it}$  es el vector de variables específicas de la entidad  $i$  en el período  $t$  que afectan a los precios; y  $\varepsilon_{it}$  es el componente residual de perturbación que reflejaría el resto de efectos de mercado, regulatorios e institucionales que podrían afectar a los precios.

## 2. El enfoque tradicional, la innovación y la regulación

El enfoque del *dealership* y el micro-modelo de empresa bancaria no deben ser interpretados como

incompatibles. Como señala Wong (1997), los estudios basados en el micro-modelo de banco deben entenderse como un complemento o confirmación del enfoque del *dealership*, puesto que ambos conducen a conclusiones muy similares respecto a los determinantes de los márgenes. La mayor parte de los modelos teóricos presentados anteriormente se centran en un margen de intermediación definido a partir de la función de transformación. De este modo, el *spread* se interpreta como un diferencial entre los tipos de interés de créditos y depósitos. La estructura de negocio subyacente a esta definición no considera un conjunto de actividades más allá de las de intermediación típica. Sin embargo, el papel de los intermediarios bancarios difiere sustancialmente en los distintos sistemas financieros, dado el desigual desarrollo de los mercados de valores y de la regulación concerniente al ámbito de operación de las entidades de depósito.

Las diferencias de especialización resultan determinantes a la hora de analizar la dinámica de desarrollo de los sistemas financieros, que atañe a elementos tales como la estructura del ahorro y la exposición al riesgo de las economías domésticas, la interacción entre los intermediarios financieros y los mercados de capitales, y el peso relativo que corresponde a estas instituciones y mercados en los flujos financieros. La relevancia para las entidades bancarias de las diferencias en la estructura de un sistema financiero son subrayadas, entre otros, por Allen y Gale (1994 y 1996), Berlin y Mester (1999), y Allen y Santomero (2001). En su análisis, una de las características principales de la teoría tradicional de la intermediación financiera es la diversificación en corte transversal del riesgo, que supone la reducción de la volatilidad para ciertos agentes económicos mediante la transferencia del riesgo, a través de las operaciones financieras, a otros agentes. Por lo tanto, esta diversificación no reduce el riesgo agregado de perturbaciones macroeconómicas.

Sin embargo, se observa, asimismo, un tipo de diversificación que permite distribuir la incertidumbre a lo largo del tiempo, por lo que se denomina diversificación intertemporal del riesgo. Esta diversificación está estrechamente relacionada, según indican Allen y Gale (1994 y 1996) y Allen y Santomero (2001), con el peso relativo de los intermediarios bancarios y la estructura del ahorro financiero familiar en un sistema financiero. De este modo, la distribución intertemporal del riesgo sólo resultaría posible en aquellos sistemas financieros en los que las entidades de depósito dominan frente a los mercados. En estos sistemas, el ahorro de

las familias suele seguir unos patrones tradicionales, con un gran peso de los depósitos bancarios en su patrimonio. Esta estructura permite a las entidades financieras aprovechar las relaciones a largo plazo derivadas de sus pasivos para elevar el precio de sus préstamos cuando se produce una expansión crediticia y reducirlo en épocas de escasez. Sin embargo, en opinión de Allen y Santomero (2001), esta ventaja potencial no puede darse en los sistemas financieros basados en los mercados, donde el ahorro financiero se desplaza rápidamente de los intermediarios a los mercados, en función de las condiciones agregadas.

Por otro lado, las teorías desarrolladas por Allen y Santomero (1997), Scholtens y Wensveen (2000), y Santomero y Eckles (2000) señalan la participación creciente de los mercados en la actividad de los intermediarios bancarios y un cierto declive de las instituciones bancarias (o al menos de los activos de su balance) entre el conjunto de intermediarios financieros. En definitiva, una tendencia hacia un mayor protagonismo de los mercados frente a los intermediarios. Sin embargo, deben tenerse en cuenta tres elementos fundamentales en esta discusión: a) estos estudios admiten que la tendencia hacia el mercado y la universalización de la actividad se observa en mayor medida en las instituciones bancarias de mayor tamaño, admitiéndose la posibilidad de una cierta especialización para las entidades de menor dimensión; b) la tendencia hacia la desintermediación no parece confirmarse en Europa (Schmidt, Hackethal y Tyrell, 1999); c) la distinción entre sistemas financieros basados en los intermediarios y basados en los mercados es, progresivamente, menos definida. En este sentido, Scholtens (1999) indica cómo esta dicotomía no resulta significativa cuando se tiene en cuenta la creciente interacción entre los mercados y los intermediarios financieros, y cómo la regulación, incluso desde una perspectiva ideológica y cultural, tiene una especial incidencia en la estructura del sector bancario.

La regulación podría explicar algo más que el papel, más o menos amplio, de las entidades de crédito en un sistema financiero a lo largo del tiempo, ya que determinaría, en gran medida, su propia estructura de funcionamiento y la eficiencia de este sistema. En este sentido, si bien es cierto que el crecimiento de los mercados resulta determinante para el desarrollo de un sistema financiero, éstos han venido desarrollándose en Europa en los últimos años paralelamente a los intermediarios bancarios, aumentando la interacción entre ellos, sin que esto haya significado necesariamente una tendencia ha-

cia la desintermediación o el declive de la actividad bancaria. En Estados Unidos y otros países anglosajones, por el contrario, el sistema financiero ha girado tradicionalmente en torno a los mercados, en detrimento de las instituciones bancarias. Esto ha sido así, al menos en parte, merced a las limitaciones regulatorias a la actividad bancaria, como la Ley Glass-Steagall de 1933, que separaba significativamente el ámbito de la banca comercial de la gestión de activos financieros de los mercados de capitales.

Durante un largo período de tiempo, la regulación ha impedido a las instituciones financieras, principalmente en los países anglosajones, su incursión en actividades tales como el asesoramiento y venta de valores o la distribución de fondos de inversión, pensiones o seguros, tanto directamente como a través de entidades subsidiarias (Scholtens, 1999, y Barth, Brumbaugh y Wilcox, 2000). La aprobación de la Ley Gramm-Leach-Bliley en 1999 supone un nuevo marco regulatorio, en el que las entidades de depósito estadounidenses pudieron diversificar su negocio hacia las actividades de venta de títulos-valores, fondos de inversión y seguros, entre otras. En cierto sentido, se produce una convergencia con los sistemas financieros de corte continental, con una mayor tradición en la llamada «banca amplia», o *broad banking* (2).

En cualquier caso, el bagaje histórico impone la persistencia de ciertas diferencias. Por una parte, en numerosos sistemas financieros de corte continental las entidades de depósito han dominado los flujos financieros «desintermediados» (como la inversión colectiva) en relación con otros intermediarios no bancarios (Walter, 1999). Sin embargo, los sistemas financieros anglosajones se enfrentan a una competencia creciente entre los intermediarios bancarios y no bancarios. Un ejemplo de ello es el esfuerzo de la banca estadounidense por ganar cuota de mercado a las gestoras no bancarias de fondos de inversión. En este punto, resulta interesante analizar cómo las entidades de depósito cuentan con ventajas informativas, de experiencia y de venta cruzada (Golter, 1996, y Walter, 1999).

### 3. Una ampliación de las estrategias de formación de precios

Con independencia del enfoque considerado para analizar los márgenes, resulta interesante estudiar cómo la ampliación en la definición de las actividades bancarias (dentro y fuera de balance) puede afectar la composición de distintos márgenes. Esta revisión

constituye un complemento de los modelos anteriores, que aportan los fundamentos básicos para el análisis de los márgenes bancarios, y se estructura en torno a dos ejes principalmente. Por un lado, en lo que respecta a la definición de la variable principal, cabe cuestionarse qué margen es el que realmente interesa analizar en función de la definición de actividad bancaria. En segundo lugar, en la especificación de los determinantes de los diferenciales de precios, tanto los factores que inciden sobre el *spread* puro (estructura de mercado y ajuste por riesgo) como el conjunto de variables de tipo institucional (entre otras, la eficiencia operativa, el riesgo de liquidez, los tipos de interés implícitos en los depósitos o el nivel de recursos propios en relación al activo) pueden presentar una incidencia distinta en función de la definición más o menos amplia de actividad bancaria. La expresión general del modelo vendría representada por la siguiente especificación funcional no paramétrica, como una ampliación de la expresión [3]:

$$MRG_{it} = f( SPR_{it}[\cdot], X_{it}[\cdot], CNG_{it}[\cdot], OFC_{it}, \varepsilon_{it} ) \quad [4]$$

donde  $MRG_{it}$  es un diferencial de precios, definido en función de las fuentes de ingresos y costes incluidas, de la entidad  $i$  en el período  $t$ , y  $\varepsilon_{it}$  es el término de perturbación aleatorio. En definitiva, cada margen definido se encontraría afectado de forma diferencial por cuatro grupos de factores (cuadro n.º 3).

El primer grupo ( $SPR_{it}$ ) es el vector de variables que determinan el *spread* puro. En este sentido, se incluye, fundamentalmente, la influencia de la estructura de mercado y las principales fuentes de riesgo (de crédito, de liquidez y de tipo de interés). En lo que respecta a las relaciones entre los precios y la estructura de mercado, la evidencia empírica arroja conclusiones varias dependiendo del enfoque analizado. En las principales aproximaciones empíricas en el sector bancario, la competencia se aproxima mediante el empleo de variables de concentración (como el índice de Herfindhal-Hirschman) bajo la hipótesis principal del paradigma Estructura-Conducta-Resultados (SCP, por sus siglas en inglés), según la cual una mayor concentración de mercado implica el establecimiento de tipos de interés más elevados sobre los créditos y más reducidos para los depósitos. Sin embargo, la evidencia empírica no ha sustentado esta hipótesis de forma clara, tal y como señalan Gilbert (1984), Bresnahan (1989); Hannan (1991), Berger (1995), Corvoisier y Gropp (2001). En España, la mayor parte de los estudios empíricos (como Fuentelsaz, 1996; Maudos, 1998, y Carbó, Humphrey y Rodríguez, 2003) tampoco han encon-

CUADRO N.º 3

**FACTORES DETERMINANTES DE LOS MÁRGENES DE NEGOCIO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO.  
LA CONSIDERACIÓN DE LA COMPOSICIÓN PRODUCTIVA**

**Factores explicativos:**

*Spread* puro:

- Estructura de mercado
- Riesgo de crédito y tipo de interés

Variables de comportamiento individual:

- Tamaño
- Eficiencia
- Riesgo liquidez
- Regulación solvencia
- Precios implícitos

Estrategia de especialización/diversificación:

- Composición negocio
- Desarrollo operaciones fuera de balance
- Tipo de operaciones fuera de balance
- Importancia relativa del crédito

Otros factores externos:

- Liberalización
- Condiciones económicas

**Efectos diferencial:**

Sobre las fuentes de ingresos y costes que componen los distintos márgenes:



Fuente: Elaboración propia.

trado evidencia empírica a favor del paradigma Estructura-Conducta-Resultados.

Algunos estudios han optado por el cálculo (mediante un modelo de estimación simultánea de ecuaciones de demanda y oferta) de las elasticidades conjeturales para determinados segmentos de mercado (Berg y Kim, 1998). En España, la aportación en este sentido se encuentra en el trabajo de Jaumandreu y Lorences (2002), utilizando ecuaciones de demanda de crédito a partir de la modelización de la competencia en precios en una industria bancaria donde se permite la diferenciación de producto (3). Por otro lado, destacan, igualmente para el caso español, los estudios realizados desde la óptica de la oferta, a partir del cálculo del *mark-up* —definido como la diferencia entre los precios medios del *output* y su coste marginal— y del índice de Lerner, que representa el valor porcentual del *mark-up* en relación con el precio (Maudos y Pérez, 2003; Carbó, Humphrey y Rodríguez, 2003). Un incremento de estos dos indicadores se interpreta como un empeoramiento de las condiciones competitivas. En cualquier caso, en estos estudios no parece haberse encontrado una relación estadísticamente significativa entre los márgenes de intermediación y los indicadores de competencia (4). En cuanto a los riesgos, las escasas aportaciones al respecto (Gallo,

Apilado y Kolari, 1996; Angbazo, 1997; Siems y Clark, 1997; Wong, 1997; Rogers y Sinkey, 1999; Saunders y Schumacher, 2000) sugieren una reducción del riesgo de crédito y del tipo de interés a medida que la entidad diversifica más su actividad y, por lo tanto, una reducción en sus márgenes de negocio. Asimismo, debe tenerse en cuenta que la naturaleza multiproducto de la entidad bancaria puede «ocultar» ciertos comportamientos en el establecimiento de precios, que implican estrategias interrelacionadas para los distintos productos, de difícil medición y apreciación. Entre ellas, cabe destacar las estrategias de *price bundling*, donde los precios de los productos se planifican de forma conjunta, de modo que puedan establecerse compensaciones o interrelaciones estratégicas entre los mismos. En particular, la práctica más habitual, como forma más básica de *price bundling*, es el establecimiento de productos *loss-leader*, en los que las entidades están dispuestas a fijar el precio de un producto por debajo de su coste marginal (como suele suceder en el caso de los depósitos) si con ello captan clientes a los que pueden vender otros productos (créditos) que compensen esa pérdida con un margen más elevado.

El segundo de los vectores ( $X_{it}$ ) se refiere a otras variables específicas de la entidad  $i$  en el período  $t$ ,

consideradas en la mayor parte de los modelos anteriormente especificados. Entre otras, cabe destacar algunas variables que afectan a la composición productiva, como la dimensión, la eficiencia operativa o el impacto de la regulación solvencia, junto a otras como el riesgo de liquidez u otros riesgos implícitos. En lo que respecta a la dimensión, se encuentra que las entidades de tamaño más reducido, normalmente más especializadas, resultan ser más competitivas en los mercados de crédito y depósitos, ofreciendo menores precios por los créditos y una mayor remuneración por sus depósitos, como muestran, entre otros, Strahan y Weston (1998), Rogers y Sinkey (1999), Pillof (1999) y Jayaratne y Wolken (1999). Por otro lado, no se encuentra una relación unívoca entre los precios y la eficiencia operativa. En primer lugar, un mayor grado de eficiencia suele llevar al establecimiento de precios más competitivos, al reducirse los costes de transformación (Rogers y Sinkey, 1999; Siems y Clark, 1997). Por otra parte, como indican Pérez, Quesada y Fernández de Guevara (2000), Maudos y Pastor (2000) y Fernández y Maudos (2004) en relación con el sistema bancario europeo, las entidades más especializadas en el negocio tradicional soportan, en promedio, mayores costes medios. En cuanto a las presiones regulatorias en términos de recursos propios y el riesgo de liquidez, cuanto mayores son estos efectos más asumen la mayor parte de los estudios el establecimiento de una prima sobre los precios (Angbazo, 1997; Wong, 1997; Saunders y Schumacher, 2000).

En tercer lugar,  $CNG_{it}$  es un vector de variables de composición de negocio, dentro y fuera de balance, añadido a los modelos analizados. La inclusión de este tipo de variables persigue la identificación del grado de especialización/diversificación productiva de la entidad, de modo que se pueda apreciar el impacto diferencial de cada actividad sobre las distintas definiciones del margen de negocio (5).

Por último, con el vector  $OFC_{it}$  se tienen en cuenta otros factores externos, como las condiciones económicas y la desregulación (destacando la liberalización de las restricciones para la apertura de oficinas), que presentan una incidencia significativa sobre los márgenes y cuyo impacto debe aislarse del de los factores definidos a escala de entidad. En este sentido, tanto unas condiciones económicas favorables como las medidas regulatorias liberalizadoras suelen acarrear una disminución de los precios y una mejora de las condiciones competitivas, como señalan, entre otros, Jayaratne y Strahan (1997) para el caso estadounidense, y Carbó, Humphrey y Rodríguez (2003) para el caso español.

#### IV. EVIDENCIA EMPÍRICA PARA LOS SISTEMAS BANCARIOS EUROPEOS

##### 1. Objetivos, datos y metodología

En este apartado se realiza un ejercicio empírico para el análisis de las estrategias de precios en los sistemas bancarios europeos. El análisis se aplica a Francia, Alemania, Italia, Holanda, España, Suecia y Reino Unido entre 1994 y 2001. Estos países componen una muestra representativa de sistemas financieros considerados tradicionalmente como de corte continental, o basados en las instituciones bancarias (Francia, Alemania, Italia y España), y de corte anglosajón, o basados en los mercados (Holanda, Suecia y Reino Unido). Se persiguen tres objetivos empíricos:

1) Un análisis de los determinantes de los márgenes de negocio de las entidades bancarias, incluyendo los efectos de la especialización. En este análisis se consideran tanto los márgenes de intermediación como un margen más amplio para el conjunto del negocio, el *mark-up* de los activos totales respecto a su coste marginal.

2) Un estudio de las estrategias de *bundling* en la actividad típica, analizando los *mark-ups* entre precios y costes marginales en créditos y depósitos.

3) Un análisis preliminar de la hipótesis de *inter-temporal smoothing*, con objeto de estudiar la relación entre la evolución del ciclo económico y los precios establecidos por las entidades en relación con los de mercado.

Para abordar este análisis, se definieron tres conjuntos principales de variables a partir de la ecuación [4]. En primer lugar, se relacionan las variables de precios:

— *Spread* «precio de los créditos-precio de los depósitos»; como aproximación del margen de intermediación, donde el precio de los créditos se define como el cociente entre los ingresos financieros y los créditos totales, mientras que el de los depósitos, como el cociente entre costes financieros y depósitos totales.

— *Mark-up* de los activos totales respecto al coste marginal; como margen del total del negocio, donde el precio de los activos totales se define como el cociente entre los ingresos financieros y de otros productos ordinarios y el total de activos rentables (créditos y otros activos rentables), y el coste marginal se

aproxima a partir de la estimación de una función de costes translogarítmica. En esta función se emplea un único *output* (activos rentables) y tres precios de los *inputs* (depósitos, personal y capital físico).

Por otro lado, se definen las variables explicativas que componen la estructura del modelo:

— HHI nacional; como suma de las cuotas de mercado al cuadrado de las entidades bancarias que compiten en cada mercado nacional.

— Ineficiencia operativa, expresada a través de la ratio «costes de transformación/margen ordinario».

— PIB, expresado en términos reales como aproximación de los efectos cíclicos sobre los precios.

— Ratio «capital/activos totales», mostrando la posición de partida básica de la entidad en cuanto a solvencia, como *proxy* de su situación proactiva respecto al riesgo de crédito.

— Riesgo de liquidez, aproximado a partir de la ratio «activos de liquidez (*pro-memoria*)/financiación a corto plazo».

— Riesgo de tipo de interés; como diferencia entre el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses y el tipo de interés de los depósitos de clientes (calculado como el cociente entre los costes financieros y los depósitos de clientes).

Junto a estas variables generales, se relacionan las que pretenden captar los efectos de la especialización/diversificación productiva:

— Ratio «crédito/activos totales»; como expresión de la especialización en la actividad típica.

— Ratio «depósitos/activos totales»; como expresión de la habilidad de la entidad para captar negocio tradicional.

— Ratio «otros activos rentables/activos totales», indicando el grado de diversificación de la actividad hacia operaciones relacionadas con la actividad en los mercados de renta fija y variable y las participaciones industriales.

— Ratio «compromisos de crédito/total crédito»; como aproximación del número de compromisos (disponibles en tarjetas y líneas de crédito) generados por la entidad que suponen relaciones crediticias a largo plazo. En el «total crédito» se suma el cré-

dito total de balance y los compromisos de crédito de las cuentas de orden.

— Estimador de Boyd-Gertler; esta variable se deriva del trabajo desarrollado por Boyd y Gertler (1994) para ofrecer una aproximación de los activos que generan comisiones (dentro y fuera de balance) comparable con los activos de balance. Se calcula a partir de la expresión: [ingresos por comisiones/(ingresos totales-ingresos por comisiones)]\*activos rentables.

Todos los datos relativos a variables bancarias se han obtenido de la base de datos *Bankscope*, de Bureau Van Dijk. La información de los índices HHI nacionales se obtuvo directamente del Banco Central Europeo. Del mismo modo, los datos macroeconómicos (PIB, tipos de interés) se obtuvieron a partir de las estadísticas internacionales de la OCDE.

La distribución del panel de entidades bancarias por años y países se ofrece en el cuadro n.º 4. El total de observaciones es de 19.322 y se trata de un panel incompleto, dadas las entradas, salidas, fusiones y adquisiciones que tuvieron lugar durante el período. A partir de la ecuación [4], se define una ecuación simplificada para analizar los determinantes de los márgenes:

$$MRG_{it} = f(Z_{it}[.], CNG_{it}[.], \varepsilon_{it}) \quad [5]$$

$MRG_{it}$  representa el margen de negocio analizado que, en este caso, es tanto el *spread* de precios de créditos y depósitos como el *mark-up* de los activos totales respecto al coste marginal.  $Z_{it}[.]$  es un vector que incluye todos los componentes del *spread* puro ( $SPR_{it}[.]$ ), de las variables de estructura y eficiencia bancaria ( $X_{it}[.]$ ) y de otros factores externos ( $OFC_{it}$ ). En este vector, por lo tanto, se incluyen las variables HHI nacional, ineficiencia operativa, PIB, ratio «capital/activos totales», riesgo de liquidez y riesgo de tipo de interés.  $CNG_{it}[.]$  es el vector de variables de composición productiva, anteriormente relacionadas, que se introducen de forma secuencial.  $\varepsilon_{it}$  es el término de perturbación aleatorio.

La ecuación [5] se estima mediante técnicas de datos de panel siguiendo el método de efectos aleatorios (6), puesto que el test de Hausman sugiere el empleo de esta técnica respecto a la de efectos fijos.

Con objeto de analizar las estrategias de *price-bundling* en la actividad tradicional y, más concretamente, la posibilidad de un comportamiento *loss-leader* en la captación de depósitos, se emplea la misma función translogarítmica que para el cálculo

CUADRO N.º 4

## DISTRIBUCIÓN DEL PANEL DE ENTIDADES BANCARIAS POR PAÍSES Y AÑOS

	Total	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	Suecia	Reino Unido
1994 .....	2.098	345	1.265	216	36	148	14	74
1995 .....	2.284	350	1.372	244	47	153	18	100
1996 .....	2.434	350	1.445	262	51	186	19	121
1997 .....	2.512	345	1.476	296	49	200	17	129
1998 .....	2.549	337	1.508	314	46	191	20	133
1999 .....	2.579	372	1.480	343	48	183	24	129
2000 .....	2.541	361	1.440	362	42	179	25	132
2001 .....	2.325	335	1.288	345	33	181	25	118
Total periodo .....	19.322	2.795	11.274	2.382	352	1.421	162	936

del *mark-up* de los activos totales. Sin embargo, en este caso, en lugar de los activos rentables se emplean los créditos y depósitos como *outputs*. Como precio del crédito se utiliza la ratio «ingresos financieros/crédito total», mientras que como precio de los depósitos se utiliza la diferencia entre la ratio «costes financieros/depósitos totales» y su precio implícito en el mercado. Este precio implícito se aproxima a partir del tipo de interés interbancario a tres meses.

Finalmente, para el contraste de la hipótesis de *intertemporal smoothing*, se estima una versión simplificada de la ecuación [5], introduciendo como margen de negocio el *spread* entre el precio de los créditos y el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses ( $SMOOTH_{it}$ ) y como variables explicativas las representadas por el vector ( $Z_{it}[\cdot]$ ):

$$SMOOTH_{it} = f(Z_{it}[\cdot], \varepsilon_{it}) \quad [6]$$

De este modo, si la variable PIB presenta un signo negativo, existiría evidencia de contracción del margen  $SMOOTH_{it}$  en fases expansivas del ciclo económico, mientras que se observaría una ampliación de este margen cuando se atraviesa una fase recesiva, tal y como se sugiere en la hipótesis de *intertemporal smoothing*. La ecuación [6] se estima, asimismo, siguiendo el método de efectos aleatorios.

## 2. Resultados

Los resultados relativos a los determinantes del *spread* entre el precio de los créditos y precio de los depósitos se muestran en el cuadro n.º 5. En primer lugar, parece existir, al menos a escala nacional, una cierta evidencia a favor de la hipótesis de colusión, puesto que el nivel de concentración, medido a partir del índice HHI, parece repercutir de forma posi-

va y significativa sobre los precios. Del mismo modo, los resultados parecen indicar que los márgenes de intermediación de las entidades aumentan con el ciclo económico, dado el signo positivo y significativo de la variable PIB. La ratio «capital/activos totales», por otro lado, presenta un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre los márgenes, lo que sugiere una mayor competitividad en las entidades más capitalizadas. En cuanto a los riesgos de liquidez y de crédito, el signo positivo indica una elevación de los márgenes como prima por los riesgos asumidos.

La incorporación de las variables de especialización arroja algunos resultados de relevancia. En primer lugar, como cabe esperar, las entidades más especializadas en la actividad crediticia, como se deduce del signo positivo y significativo de la ratio «créditos/activos totales», parecen estar en disposición de ofrecer márgenes más reducidos a sus clientes. Sin embargo, la captación de pasivos, a partir de la ratio «depósitos/activos totales, o la generación de relaciones contractuales, aproximada por la ratio «compromisos de crédito/crédito total», presentan un efecto positivo y significativo sobre los márgenes. Este resultado muestra el aprovechamiento de las relaciones a largo plazo establecidas con estos productos para generar márgenes más favorables. Asimismo, la diversificación hacia los mercados de renta fija y variable o las participaciones industriales parece incidir de forma positiva y significativa sobre los márgenes, como muestra la variable «otros activos rentables/activos totales».

En el cuadro n.º 6, las ecuaciones son reestimadas empleando el *mark-up* de los activos totales como variable dependiente. Se encuentran algunas diferencias importantes como consecuencia de la consideración de márgenes de negocio más amplios. En primer lugar, el modelo pierde cierta estructura,

CUADRO N.º 5

**DETERMINANTES DEL SPREAD «PRECIO DEL CRÉDITO-PRECIO DE LOS DEPÓSITOS» EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO (1994-2001)**

Muestra total (Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia)

Número de observaciones: 19.322

Análisis con datos de panel (método de efectos aleatorios)

 Estadísticos *t* en paréntesis

Variable	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Constante	-0,08245*** (-3,21)	0,30893*** (10,45)	-0,25258*** (-7,58)	-0,19142*** (-8,29)	-0,10716*** (-4,20)	-0,07273*** (-2,78)
HHI nacional	0,06067** (2,21)	0,09542*** (3,89)	0,07835*** (2,65)	0,11506*** (4,70)	0,07763*** (2,87)	0,05139* (1,82)
Ineficiencia operativa	0,00006 (0,34)	0,00009 (0,54)	0,00008 (0,44)	0,00010 (0,58)	0,00006 (0,33)	0,00006 (0,33)
PIB	0,39E-07*** (2,95)	0,11E-07 (1,01)	0,55E-07*** (4,26)	0,75E-08 (0,66)	0,40E-07*** (3,04)	0,38E-07*** (2,74)
Ratio «capital/activos totales»	-0,20428* (-1,75)	0,04604 (0,44)	-0,08169 (-0,71)	0,02332 (0,22)	-0,37342*** (-2,91)	-0,25894* (-1,94)
Riesgo de liquidez	0,12942*** (7,31)	-0,08553*** (-4,42)	0,14617*** (8,41)	-0,08545*** (-4,40)	0,128114*** (7,26)	0,13101*** (7,27)
Riesgo de tipo de interés	0,04164*** (9,35)	0,09019*** (6,14)	0,01531*** (9,92)	0,01015*** (6,96)	0,01576*** (10,11)	0,01415*** (8,85)
Ratio «crédito/activos totales»	—	-0,53099*** (-20,83)	—	—	—	—
Ratio «depósitos/activos totales»	—	—	0,20281*** (7,65)	—	—	—
Ratio «otros activos rentables/activos totales»	—	—	—	0,52438*** (20,67)	—	—
Ratio «compromisos de crédito/total crédito»	—	—	—	—	0,02808*** (10,76)	—
Estimador de Boyd-Gertler	—	—	—	—	—	-0,20E-06 (-0,35)
R <sup>2</sup>	0,09	0,31	0,15	0,33	0,14	0,09

(\*) Estadísticamente significativo al 10 por 100.

(\*\*) Estadísticamente significativo al 5 por 100.

(\*\*\*) Estadísticamente significativo al 1 por 100.

dada la mayor amplitud de interrelaciones estratégicas que supone la consideración de márgenes más comprensivos. Por otro lado, cabe destacar cómo el grado de concentración (índice HHI) se encuentra, en este caso, negativamente relacionado con el *mark-up*, lo que sugiere una menor diversificación de negocio y de ingresos en los mercados más concentrados. Asimismo, las variables de riesgo de liquidez y de tipo de interés presentan en este caso un signo negativo, lo que puede ser indicativo de un efecto reductor de los riesgos a través de la diversificación. Por último, resultan destacables los resultados obtenidos al incorporar las variables de especialización al análisis del *mark-up* de los activos totales. La varia-

ble que representa la diversificación hacia operaciones que generan comisiones (estimador de Boyd-Gertler) presenta en este caso una incidencia negativa y significativa, lo que parece apoyar la hipótesis de la compensación que estas actividades suponen, en un sentido amplio, a la reducción de los márgenes de intermediación.

En lo que respecta al segundo de los análisis, la posibilidad de un comportamiento *loss-leader* en la actividad típica, el cálculo del *mark-up* del precio de los créditos y depósitos respecto a su coste marginal parece arrojar evidencia a favor de esta hipótesis. En el gráfico 2 puede observarse cómo el *mark-up* de los

CUADRO N.º 6

**DETERMINANTES DEL MARK-UP DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS TOTALES RESPECTO AL COSTE MARGINAL  
EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO (1994-2001)**

Muestra total (Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia)

Número de observaciones: 19.322

Análisis con datos de panel (método de efectos aleatorios)

Estadísticos *t* en paréntesis

Variable	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Constante	0,01103 (0,08)	0,09320 (0,60)	0,04198*** (8,15)	-0,03909 (-0,52)	0,04205*** (10,55)	0,04870*** (10,34)
HHI nacional	0,05482 (0,41)	0,01762 (0,12)	-0,01121*** (-2,54)	-0,04194 (-0,87)	-0,01116** (-2,45)	-0,01146*** (-2,45)
Ineficiencia operativa	-0,00073 (-1,28)	-0,00078 (-1,37)	-0,00003 (-0,70)	-0,00012 (-1,10)	-0,00003 (-0,87)	-0,00003 (-0,68)
PIB	0,42E-07 (0,81)	0,25E-07 (0,46)	0,58E-08*** (3,12)	0,75E-07 (1,07)	0,55E-08*** (3,01)	0,54E-08*** (2,86)
Ratio «capital/activos totales»	-0,51918 (-1,49)	-0,45246 (-1,29)	0,03103 (1,63)	-0,03819* (-1,71)	0,02843 (1,54)	0,04241* (1,91)
Riesgo de liquidez	0,04549 (0,07)	-0,02115 (-0,31)	-0,06063** (-2,01)	-0,04627 (-0,57)	-0,04119 (-1,39)	-0,06174** (-2,02)
Riesgo de tipo de interés	-0,03944 (-0,61)	-0,05702 (-0,85)	-0,00918*** (-2,86)	0,01040 (0,61)	-0,10089*** (-3,21)	-0,00930*** (-2,85)
Ratio «crédito/activos totales»	—	-0,05845 (-0,97)	—	—	—	—
Ratio «depósitos/activos totales»	—	—	-0,00670 (-0,17)	—	—	—
Ratio «otros activos rentables/activos totales»	—	—	—	-0,00198 (-0,02)	—	—
Ratio «compromisos de crédito/total crédito»	—	—	—	—	-0,01190*** (-2,47)	—
Estimador de Boyd-Gertler	—	—	—	—	—	0,03682*** (4,14)
R <sup>2</sup>	0,01	0,02	0,03	0,02	0,03	0,02

(\*) Estadísticamente significativo al 10 por 100.

(\*\*) Estadísticamente significativo al 5 por 100.

(\*\*\*) Estadísticamente significativo al 1 por 100.

depósitos es negativo, tanto para el total de la muestra como para cada uno de los países analizados, destacando Francia, Italia y Reino Unido. Sin embargo, en todos los casos, el *mark-up* de los créditos es positivo, mostrando una compensación de precios mediante la captación de clientes con depósitos a precios competitivos, compensados con un *mark-up* positivo en los créditos ofrecidos a estos clientes.

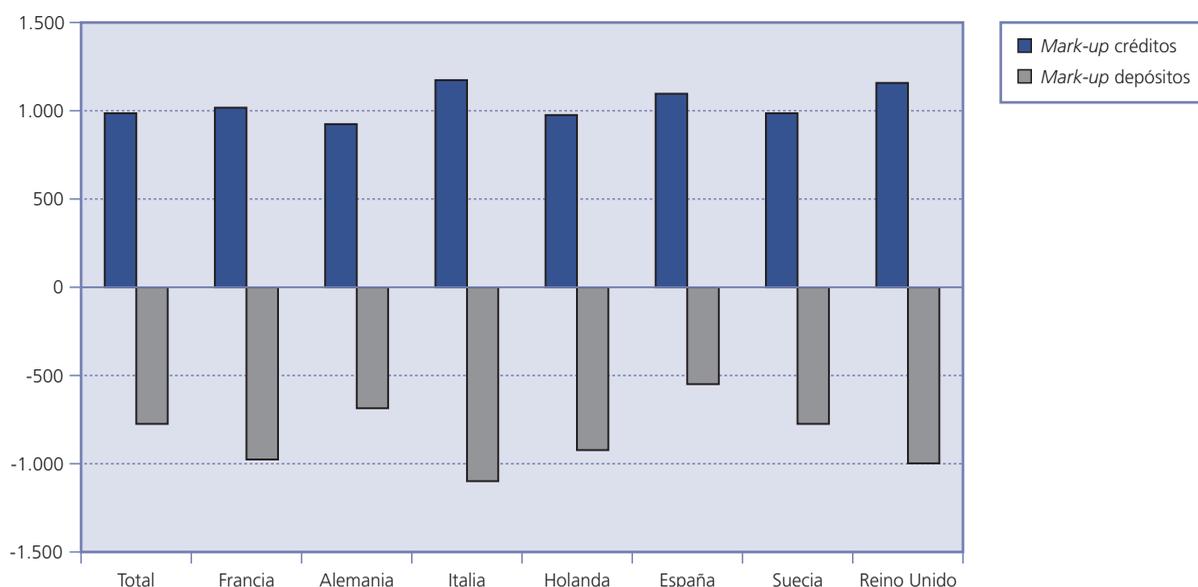
Por último, siguiendo la ecuación [6], se ofrecen algunos resultados preliminares respecto a la hipótesis de *intertemporal smoothing*, empleando como variable dependiente el *spread* entre el precio de los créditos y el tipo medio del mercado interbancario a

tres meses. Los resultados se muestran en el cuadro número 7. Al contrario que en las ecuaciones relativas a los márgenes de negocio, en este caso el signo de la variable PIB es negativo. Este resultado indica que las entidades ofrecen tipos de interés en sus créditos más cercanos a los de mercado en las fases expansivas del ciclo, y más alejados en las fases recesivas, lo que no parece favorecer la hipótesis de alisado intertemporal de tipos de interés. Asimismo, este resultado no puede asociarse de forma unilateral con una configuración del sistema financiero basada en las instituciones o en los mercados, puesto que este comportamiento es estadísticamente significativo en los casos de Alemania, Italia y España,

GRÁFICO 2

**MARK-UP DE CRÉDITOS Y DEPÓSITOS EN LOS SECTORES BANCARIOS EUROPEOS (1994-2001)**

Puntos básicos



a la vez que en Holanda y Suecia. En este sentido, el dinamismo alcanzado en las inversiones financieras de los hogares y empresas en Europa ha podido hacer desaparecer, tal y como predicen los principales estudios teóricos, las ventajas de alisado intertemporal de tipos de interés de los sistemas financieros de corte continental, si bien resulta necesario un análisis más exhaustivo en este sentido.

## V. CONCLUSIONES

En este artículo se analizan las estrategias de precios de las entidades bancarias europeas en función de la especialización, así como los posibles efectos del ciclo económico en estas estrategias. A partir de la contribución de Ho y Saunders (1981), numerosos modelos se han desarrollado, atendiendo desde diferentes perspectivas al análisis de los márgenes de intermediación. Sin embargo, no se han construido apenas modelos que consideren desde una perspectiva más amplia la estructura de ingresos de los intermediarios bancarios.

A partir de los supuestos del modelo de Ho-Saunders, en este artículo se introducen los efectos de la especialización —en consonancia con las tendencias recientes hacia la diversificación y la innovación

financiera— en el análisis de los márgenes de negocio, considerando no sólo el margen de intermediación, sino también diferenciales más amplios, como el *mark-up* de los activos totales respecto a su coste marginal. Este modelo se contrasta empíricamente para los sistemas bancarios de Francia, Alemania, Italia, Holanda, España, Suecia y Reino Unido. Los resultados confieren una importancia sustancial a la especialización en la determinación de los márgenes de negocio, cualquiera que sea su definición. Asimismo, se analiza el comportamiento estratégico de las entidades en el establecimiento del precio de los depósitos y los créditos respecto a su coste marginal, revelando la existencia de un comportamiento *loss-leader* —ofreciendo depósitos por debajo de su coste marginal y compensando con los tipos de interés de los créditos— en todos los países analizados.

Por último, empleando el análisis del diferencial entre el precio de los créditos y los tipos de mercado (interbancario), se estudia la hipótesis de alisado intertemporal de tipos de interés, según la cual las entidades bancarias sobreprecian los créditos en las fases expansivas del ciclo económico para ofrecerlo en condiciones más ventajosas en las fases recesivas. Sin embargo, no parece encontrarse evidencia a favor de esta hipótesis, lo que invita a reflexionar sobre los cambios en la estructura de los sistemas fi-

CUADRO N.º 7

**DETERMINANTES DEL SPREAD «PRECIO DEL CRÉDITO-TIPO INTERBANCARIO A TRES MESES». ANÁLISIS DE LA HIPÓTESIS DE INTERTEMPORAL SMOOTHING EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO (1994-2001)**

Muestra total (Alemania, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia)  
Análisis con datos de panel (método de efectos aleatorios)  
Estadísticos t en paréntesis

Variable	Total	Francia	Alemania	Italia	Holanda	España	Suecia	Reino Unido
Número de observaciones	19.322	2.795	11.274	2.382	352	1.421	162	936
Constante	0,07362*** (5,32)	0,02325 (0,22)	0,37663*** (2,61)	0,27673*** (9,16)	0,05243 (0,61)	0,72890*** (4,39)	0,19910 (1,61)	-0,07652 (-0,15)
HHI nacional	-0,08451*** (-5,07)	-0,03461 (-0,29)	-0,21848 (-1,28)	0,02150 (0,75)	0,60690 (1,21)	0,05020 (0,62)	0,27055 (0,69)	0,04777 (0,31)
Ineficiencia operativa	-0,00012 (0,91)	0,00012 (0,78)	-0,00070 (-0,19)	0,00004 (0,17)	-0,00063 (-0,12)	-0,05286* (-1,83)	-0,00310 (-1,65)	0,01376 (0,17)
PIB	0,12E-07 (1,23)	0,69E-07 (0,57)	-0,12E-06* (-1,79)	-0,26E-06*** (-6,24)	-0,47E-06*** (-2,46)	-0,13E-05*** (-4,12)	-0,94E-06* (-1,88)	-0,13E-07 (-0,45)
Ratio «capital/ activos totales»	-0,06477 (-0,69)	0,27646 (1,51)	-0,49123 (-1,00)	-0,17615** (-2,19)	-0,68870** (-2,16)	0,52254 (0,21)	-0,13568 (-0,96)	0,36838 (0,84)
Riesgo de liquidez	0,16545*** (12,01)	0,19284*** (6,02)	0,03323* (1,72)	0,18140*** (12,55)	0,26392*** (7,53)	0,22300*** (3,71)	0,18592*** (3,95)	0,36313 (10,84)
Riesgo de tipo de interés	-0,08973*** (-4,02)	-0,18246*** (-3,96)	0,61703*** (2,51)	-0,63440*** (-9,41)	-1,01687*** (-7,05)	-2,65305*** (-2,72)	0,04094* (1,70)	-1,10318*** (-5,55)
R <sup>2</sup>	0,11	0,16	0,21	0,31	0,23	0,23	0,40	0,68

(\*) Estadísticamente significativo al 10 por 100.  
(\*\*) Estadísticamente significativo al 5 por 100.  
(\*\*\*) Estadísticamente significativo al 1 por 100.

nancieros europeos en los últimos años. En este sentido, las inversiones financieras del sector privado se han hecho más dinámicas en Europa, lo que ha supuesto un abandono progresivo de la estructura tradicional de vinculación a las entidades bancarias de los ahorradores, que no mantienen su ahorro de forma estática y exclusiva en los pasivos bancarios. Al contrario, las inversiones se han dinamizado, y los ahorradores cambian de las entidades bancarias a los mercados en función de las oportunidades de rentabilidad-riesgo de cada momento, por lo que los intermediarios no pueden aprovechar en la misma medida sus relaciones contractuales a través de los depósitos, y han debido desarrollar en mayor medida otros productos, como los compromisos de crédito, para fomentar este tipo de relaciones.

#### NOTAS

(1) Los distintos estudios basados en el *spread* puro tratan de aislar los efectos de estos factores para explicar este diferencial exclusivamente en función de un componente de estructura de mercado y un componente de volatilidad y ajuste por riesgo. Este tipo de análisis persigue,

por lo general, una identificación de las diferencias en los márgenes de intermediación en distintos sistemas financieros —en función de factores especialmente dependientes de las políticas de regulación de la competencia y monetaria— o la comparación del impacto en los precios de los distintos componentes del riesgo.

(2) Las principales diferencias aún existentes se refieren a la posibilidad de inversión de las entidades de depósito en empresas no financieras, no permitida aún en Estados Unidos y ampliamente difundida en Europa (BARTH, BRUMBAUGH y WILCOX, 2000).

(3) Los principales resultados de este estudio, para el período 1983-1991, muestran la existencia de un cierto comportamiento colusivo, especialmente apreciable entre las entidades que operan a escala nacional.

(4) Este hecho puede explicarse, entre otros factores, por los efectos de los cambios en el negocio sobre la estructura de ingresos (FERNÁNDEZ, MAUDOS y PÉREZ, 2000).

(5) Véase, para un análisis profundo de la diversificación de ingresos en el sector bancario americano, el artículo de STIROH (2004) y, para el caso español, el trabajo de FERNÁNDEZ, MAUDOS y PÉREZ (2000).

(6) Cuando los efectos individuales inobservables se consideran esencialmente distintos, aunque distribuidos con media  $\mu$  y varianza  $\sigma_{it}^2$ , se llega al modelo de efectos aleatorios. En este último se introducen dos componentes en la ecuación que se estima: por una parte, un parámetro  $\alpha_i$  invariable temporalmente, y por otra, un término de perturbación aleatorio,  $\varepsilon_{it}$ , incorrelado en el tiempo.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F. (1988), «The determinants of bank interest margins: a note», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23: 231-235.
- ALLEN, F., y GALE, D. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge, MA, Estados Unidos.
- (1996), «Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing», *Working Paper*, n.º 96-33, The Wharton School Institutional Center. University of Pennsylvania.
- ALLEN, F., y SANTOMERO, A. M. (1997), «The theory of financial intermediation», *Journal of Banking and Finance*, 21: 1461-1485.
- (2001), «What do financial intermediaries do?», *Journal of Banking and Finance*, 25: 271-294.
- ANGBAZO, L. (1997), «Commercial bank net interest margins, default risk, interest rate risk and off balance sheet activities», *Journal of Banking and Finance*, 21: 55-87.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2000), *EU banks' income structure*, abril.
- BARTH, J.; BRUMBAUGH, R. D., y WILCOX, J. (2000), «The repeal of the Glass-Steagall Act and the advent of a broad banking», *Economic Policy Analysis WP*, 2000-5, Office of the Comptroller of the Currency.
- BERG, S. A., y KIM, M. (1998), «Banks as multioutput oligopolies: an empirical evaluation of the retail and corporate banking markets», *Journal of Money, Credit and Banking*, 30: 135-153.
- BERGER, A. (1995), «The profit structure relationship in banking. Tests of Market-Power and Efficient-Structure Hypotheses», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27: 404-431.
- BERLIN, M., y MESTER, L. J. (1999), «Deposits and relationship lending», *The Review of Financial Studies*, 12: 579-607.
- BOYD, J. H., y GERTLER, M. (1994), «Are banks dead or are the reports greatly exaggerated?», *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 18(3): 2-23.
- BRESNAHAN, T. F. (1989), «Empirical studies of industries with market power», en SCHMALESEE, R., y WILLIG, R. D. (eds.), *Handbook of Industrial Organisation*, vol. II, Elsevier Science Publishers, cap.17: 1011-1058.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D., y RODRÍGUEZ, F. (2003), «Deregulation, bank competition and regional growth», *Regional Studies*, 37: 227-237.
- CORVOISIER, S., y GROPP, R. (2001), «Bank concentration and retail interest rates», *Working paper*, n.º 72, European Central Bank, Francfort, Alemania.
- FERNÁNDEZ, J., y MAUDOS, J. (2004), «Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union», *Journal of Banking and Finance* (en prensa).
- FERNÁNDEZ, J.; MAUDOS, J., y PÉREZ, F. (2000), «Estructura de ingresos y rentabilidad de las empresas en el sector bancario español», Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, *WP-EC*, 2000-18. Valencia, España
- FUENTELSAZ, L. (1996), «Dinámica de la competencia entre cajas de ahorros españolas», *Investigaciones Económicas*, 20: 125-141.
- GALLO, J. G.; APILADO, V. P., y KOLARI, J. W. (1996), «Commercial bank mutual fund activities: Implications for bank risks and profitability», *Journal of Banking and Finance*, 20: 1775-1791.
- GILBERT, A. (1984), «Bank market structure and competition: A survey», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16: 617-656.
- GOLTER, G. (1996), «Banks and Mutual Funds», *Federal Deposit Insurance Company Banking Review*, 8: 10-20.
- HANNAN, T. (1991), «Foundations of the Structure-Conduct-Performance paradigm in banking», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23: 68-84.
- HO, T., y SAUNDERS, A. (1981), «The determinants of bank interest margins: theory and empirical evidence», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16: 581-600.
- JAUMANDREU, J., y LORENCES, J. (2002), «Modelling price competition under product differentiation and many firms (an application to the Spanish loans market)», *European Economic Review*, 46: 93-115.
- JAYARATNE, J., y STRAHAN, P. E. (1997), «The benefits of branching deregulation», *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, diciembre: 13-29.
- JAYARATNE, J., y WOLKEN, J. (1999), «How important are small banks to small business lending? New evidence from a survey of small firms», *Journal of Banking and Finance*, 23: 427-458.
- MC SHANE, R. W., y SHARPE, I. G. (1985), «A time series-cross section analysis of the determinants of Australian trading bank loan-deposit interest margins: 1962-1981», *Journal of Banking and Finance*, 9: 115-136.
- MAUDOS, J. (1998), «Market structure and performance in Spanish banking industry using a direct measure of efficiency», *Applied Financial Economics*, 8: 191-200.
- MAUDOS, J., y PASTOR, J. M. (2000), «La eficiencia del sector bancario español en el contexto de la Unión Europea», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 84-85: 155-168.
- MAUDOS, J., y PÉREZ, F. (2003), «Competencia versus poder de monopolio en la banca española», *Moneda y Crédito*, 217: 139-166.
- PÉREZ, F.; QUESADA, J., y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2000), «Especialización y costes en los sistemas bancarios europeos», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, 84-85: 136-154.
- PILLOF, S. J. (1999), «Multimarket contact in banking», *Review of Industrial Organization*, 14: 163-182.
- ROGERS, K., y SINKEY, J. F. (1999), «An analysis of non-traditional activities at US commercial banks», *Review of Financial Economics*, 8: 25-39.
- SANTOMERO, A. M., y ECKLES, D. L. (2000), «The determinants of success in the new financial services environment: Now that firms can do everything. What should they do and why should regulators care?», *Working Paper 00-32*, The Wharton School Institutional Center, University of Pennsylvania.
- SAUNDERS, A., y SCHUMACHER, L. (2000), «The determinants of bank interest rate margins: an international study», *Journal of International Money and Finance*, 19: 813-832.
- SCHMIDT, R. H.; HACKETHAL, A., y TYRELL, M. (1999), «Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison», *Journal of Financial Intermediation*, 8: 36-67.
- SCHOLTENS, B. (1999), «Bank and market oriented financial systems», *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 202: 301-323.
- SCHOLTENS, B., y WENSVEEN, D. V. (2000), «A critique on the theory of financial intermediation», *Journal of Banking and Finance*, 24: 1243-1251.
- SIEMS, T. F., y CLARK, J.A. (1997), «Rethinking bank efficiency and regulation: How of balance sheet activities make a difference», *Financial Industry Studies*, Federal Reserve Bank of Dallas, diciembre: 1-12.
- STIROH, K. J. (2004), «Diversification in banking: is noninterest income the answer?», *Journal of Money, Credit and Banking* (en prensa).
- STRAHAN, P. E., y WESTON, J. P. (1998), «Small business lending and the changing structure of the banking industry», *Journal of Banking and Finance*, 22: 821-845.
- WALTER, I. (1999), «The global asset management industry: Competitive structure and performance», en *Financial Markets, Institutions and Instruments*: 1-78, Blackwell Publishers Oxford, Reino Unido.
- WONG, K. P. (1997), «On the determinants of bank interest margins under credit and interest rate risk», *Journal of Banking and Finance*, 21: 251-271.
- ZARRUCK, E. R. (1989), «Bank margins with uncertain deposit level and risk aversion», *Journal of Banking and Finance*, 13: 797-810.

# TIPOS DE INTERÉS, PRECIO DE LOS DEPÓSITOS Y DESARROLLO DE LOS SISTEMAS DE PAGOS MINORISTAS

Rafael LÓPEZ DEL PASO

Universidad de Granada y FUNCAS

## Resumen

El desarrollo de canales de distribución automatizados y la difusión de instrumentos alternativos al efectivo ha dado lugar a una intensificación de la competencia bancaria, mejorando el grado de eficacia con el que se trasladan las decisiones de política monetaria. Las estimaciones realizadas muestran que la modernización del sistema de pagos europeo ha repercutido positivamente sobre los rendimientos obtenidos por los depositantes en más de 178.500 millones de euros, lo cual supone el 0,229 por 100 en términos de PIB. De este modo, se han compensado parcialmente los 341.008,4 millones de euros que han dejado de percibir por la incompleta traslación de las medidas adoptadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

*Palabras clave:* trasmisión política monetaria, sistemas de pagos minoristas, depósitos bancarios.

## Abstract

The development of automated delivery channels and the diffusion of alternative cash instruments have given rise to an intensification of financial competition, improving the efficiency with which monetary policy decisions are transmitted. Estimates show that the modernization of the European payment system has had a positive impact on the results obtained by depositors of more than 178.5 billion euros, representing 0.229% of the GDP. 341.008 billion euros which were not received and which correspond to the incomplete pass-through of measures adopted by the European Central Bank System have thus been partially recovered.

*Key words:* monetary policy transmission, retail payment systems, bank deposits.

*JEL classification:* E51, G21, O33.

## I. INTRODUCCIÓN

**D**URANTE la última década, se ha procedido a la implantación de un nuevo modelo de hacer banca en el que el progreso tecnológico ha dado lugar a la «muerte» relativa de la distancia. La continua innovación financiera, junto con el desarrollo de una tecnología barata, ha permitido difundir productos y servicios tradicionalmente inaccesibles a los clientes de las instituciones de reducida dimensión que no mantenían un posición dominante en los mercados. Actualmente, sólo basta una cierta cultura financiera para optar a un amplio abanico de posibilidades financieras. La puesta en marcha de nuevos canales de distribución —cajero automático, terminales punto venta, banca telefónica y por Internet— y la difusión de los instrumentos de pago alternativos al efectivo, ha redundado en un aumento de la eficiencia y la productividad y, por ende, en una caída de los costes operativos soportados por las entidades bancarias en la provisión de servicios de pago vinculados a la gestión de la base de depósitos de clientes. Sin embargo, el consiguiente incremento de la remuneración ofrecida puede verse neutralizado por la mayor disponibilidad a pagar por las operaciones de pago realizadas. El dominio de un efecto sobre otro determinará la magnitud en la que las variaciones en el precio del dinero se traslade sobre la remuneración establecida por las entidades bancarias sobre los depósitos captados.

Tomando como referencia el contexto europeo, y empleando datos de carácter macroeconómico, el objetivo del presente trabajo es ofrecer evidencia empírica sobre la incidencia de los efectos previamente planteados, para lo cual se estructura como sigue. A continuación (apartado II) se ofrece un panorama de los resultados obtenidos por la literatura previa sobre el grado en el que las entidades bancarias transmiten las decisiones de política monetaria a sus clientes, en función del nivel de competencia existente en los mercados, la estructura de costes y el desarrollo alcanzado por la red de distribución de pagos minorista. En el apartado III, se describe brevemente la evolución mostrada por el precio de los depósitos atendiendo a las transformaciones del entorno. Este tipo de cuestiones son tratadas analíticamente en el apartado IV, donde se estudia en qué medida la remuneración de estos pasivos se ha visto alterada por los factores señalados, y se proporciona una aproximación de su incidencia sobre las rentas obtenidas por los ahorradores bancarios europeos. El artículo finaliza (apartado V) con las principales conclusiones.

## II. POLÍTICA MONETARIA, COMPETENCIA Y DESARROLLO DE LOS SISTEMAS DE PAGOS: UN ENFOQUE DE ORGANIZACIÓN INDUSTRIAL

Convencionalmente, se ha considerado que la efectividad con la que las entidades bancarias trasladan las decisiones adoptadas por los bancos cen-

trales a las operaciones llevadas a cabo con sus clientes depende, fundamentalmente, de la composición de su balance y del comportamiento mostrado por su oferta de crédito y demanda de depósitos. Sin embargo, la evidencia empírica recogida en la literatura reciente refuerza la idea de que el grado y/o velocidad (*pass-through*) con el que este proceso se lleva a cabo vienen determinados por el nivel de concentración y competencia existente en los mercados bancarios (Cottarelli y Kourelis, 1994; Mojon, 2000) (1).

De acuerdo con la nueva teoría de la organización industrial, y bajo la *hipótesis de estructura de mercado eficiente* —que descansa en la relación directa entre concentración y rentabilidad, en relación con la eficiencia de gestión, y en la calidad con la que se llevan a cabo los procesos productivos— un incremento en el precio oficial del dinero se dejará sentir con mayor intensidad sobre la demanda de depósitos de las entidades de tamaño reducido, debido a la debilidad estructural de su balance y a la menor capacidad para captar fondos a bajo coste (Lensink y Sterken, 2002). Ante esta situación, este tipo de entidades tratarán, en la medida de lo posible, de reducir la remuneración ofrecida por los depósitos captados. Comportamiento diametralmente opuesto adoptarán las entidades de elevada dimensión, dado que la mayor eficiencia con la que operan les permitirá trasladar en mayor magnitud las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria a sus operaciones activas y pasivas.

Por otro lado, y de acuerdo con el *paradigma SCP* (Estructura-Conducta-Resultados), la capacidad de obtener rentas de monopolio que presentan las entidades aumentará a medida que lo hace el grado de concentración del mercado (2). En este contexto, los intermediarios bancarios persiguen aumentar los diferenciales de los tipos de interés aplicados a sus operaciones, en relación con el tipo de interés oficial, dado su objetivo de maximizar beneficios. Para ello, las entidades que mantienen cierto poder de mercado no transmitirán de manera completa y con excesiva celeridad las variaciones en el precio oficial del dinero. De este modo, cuanto más elevada sea la concentración del mercado, mayor será la asimetría con la que se transmiten las medidas de política monetaria.

Partiendo de ambas hipótesis, la mayoría de los trabajos desarrollados se han centrado en: 1) caracterizar la estructura de mercado relevante tomado como referencia; 2) cuantificar el nivel de competencia al que se enfrentan las entidades, y 3) analizar cómo ésta depende del grado de concentración

existente en los mercados. Por ello, y aun cuando arrojan importantes implicaciones desde el punto de vista del *policy-maker*, no ofrecen información específica sobre el proceso y el modo en el que operan los canales a través de los cuales se lleva a cabo la transmisión de la política monetaria.

En esta línea, desarrollando un modelo de competencia monopolística tradicional, Corvoisier y Gropp (2002) analizan el proceso por el que se fijan los precios de los créditos y los depósitos de ahorro y plazo en el sistema bancario de los países de la Unión Europea. Los resultados obtenidos por estos autores confirman la validez de la *hipótesis de la estructura de mercado eficiente* en los segmentos de depósitos delimitados, puesto que los diferentes márgenes empleados se encuentran correlacionados negativamente con el grado de concentración existente en el mercado. Considerando de forma explícita el modo en el que la política monetaria puede influir en los valores alcanzados por los tipos de interés bancarios, Bagliano, Dalmazzo y Marini (2000) concluyen que las entidades bancarias tienden a aplicar a los depósitos captados precios superiores cuando el Banco Central Europeo (BCE) decide incrementar los tipos en épocas de expansión económica (3).

Restringiendo el análisis al Reino Unido, Heffernan (1993) muestra que la existencia de importantes asimetrías ha dado lugar a que las variaciones en el *Libor* no se trasladen de forma igualitaria sobre el precio de los diferentes productos bancarios fijados por las entidades. Esta autora señala que, aun cuando la innovación tecnológica ha reducido los costes de producción, las entidades siguen manteniendo cierto poder de mercado. Del mismo modo, Barros y Modesto (1999) concluyen que los tipos de interés aplicados por las entidades bancarias a los depósitos en Portugal se han visto reducidos, además de por la caída en los tipos de interés, por la presencia de la banca pública, que ha alterado de forma sustancial las reglas competitivas.

Adoptando un enfoque similar, Manzano y Galmés (1995) examinan la relación existente, para el período 1991 y 1994, entre el tipo de interés vigente en los mercados monetarios y el fijado por las entidades bancarias españolas en las operaciones llevadas a cabo con sus clientes. Los resultados obtenidos señalan que las entidades especializadas en el segmento minorista tienden a aplicar, en relación con aquellas instituciones orientadas a la banca mayorista, precios inferiores en las operaciones pasivas. Este comportamiento diferencial viene explicado por el dispar grado de sensibilidad a los cambios en la in-

tensidad de la política monetaria presentada por los distintos tipos de entidades. La introducción en el análisis de elementos relacionados con la competencia existente en los mercados bancarios muestra que ésta ha sido más intensa en el segmento del crédito que en el de los depósitos, repercutiendo positivamente sobre los precios. La menor sensibilidad del segmento de los depósitos parece venir motivada por el valor otorgado por los clientes a la capacidad de acceso a una densa red de oficinas, así como a la amplitud de servicios recibidos en éstas. Por otro lado, Sastre (1997) obtiene que la evolución que los tipos pasivos han mostrado a largo plazo ha estado desligada de las condiciones vigentes en el mercado interbancario, si bien su influencia se ha mantenido, a través de la correspondiente al tipo de interés de la deuda pública, estrechamente vinculada al tipo interbancario. Junto a ello, señala que el progresivo incremento del grado de competencia del sistema bancario español ha reducido el diferencial entre los tipos de interés del crédito y los pasivos bancarios.

Los resultados obtenidos por los trabajos citados confirman que la desregulación en el entorno financiero y el creciente desarrollo tecnológico han incrementado notablemente el grado de competencia existente en los mercados, mejorando el nivel de eficacia de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, las entidades bancarias han podido atenuar, en su intento de maximizar beneficios, las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria como consecuencia de la persistencia de cierto poder de mercado. Entre las fuentes que han permitido a los intermediarios bancarios mantener sus márgenes, ocupa un lugar destacado la tenencia de una nutrida red de oficinas y el establecimiento de acuerdos de cooperación que han facilitado la interoperatividad y compatibilidad de las redes.

Incorporando en el análisis de forma explícita el modo en el que las decisiones de apertura de oficinas han afectado a la competencia, y tomando como referencia a los principales países del continente europeo, Cerasi, Chizzolini e Ivaldi (1997) estudian el impacto del proceso de desregulación en la apertura de oficinas. Los resultados revelan que la menor dimensión de la red de oficinas ha dado lugar a un incremento de la competencia, si bien, las entidades que cuentan con un mayor número de ellas presentan ciertas ventajas competitivas. Por su parte, Soares de Pinho (2000) obtiene que la caída en los tipos de interés y la desregulación del sistema bancario portugués han dado lugar a un incremento de la competencia que se ha visto atenuado, básicamente, por la apertura de oficinas. Para el caso noruego, Kim y

Vale (2001) muestran que la oficina ha constituido un claro elemento estratégico de diferenciación de producto, determinando la cuota de mercado, si bien no ha hecho lo mismo con respecto al tamaño de éste.

Para Finlandia, y a través del desarrollo de un modelo de competencia monopolista en dos etapas, Vesala (2000) estima por separado ecuaciones de precios de los depósitos y el crédito, considerando el efecto de la diferenciación de redes de oficinas y cajeros sobre los márgenes, y su evolución a lo largo del tiempo. Este autor concluye que la eficacia con la que las decisiones de política monetaria se ven reflejadas sobre los precios de las operaciones activas y pasivas depende de la utilidad que obtienen los clientes por los servicios bancarios recibidos, en función de la dimensión de la red de sucursales, el grado de acceso, y la calidad de las operaciones materializadas. Junto a ello, muestra que la oficina ha permitido explotar en mayor medida las imperfecciones en el mercado de los depósitos que en el del crédito, mientras que la influencia del cajero automático sobre estas dos líneas de negocio ha resultado similar.

En general, y teniendo en cuenta la evidencia empírica disponible a escala internacional, se tiene que el desarrollo y difusión del cajero automático y de los instrumentos de pago alternativos al efectivo, especialmente los de carácter electrónico, han dado lugar a una mejora en el nivel de eficiencia del sistema de pagos. A la mayor conveniencia con la que los usuarios pueden retirar efectivo, liquidar sus operaciones en los puntos de venta, domiciliar pagos regulares y transferir fondos entre cuentas, se le une el ahorro en costes que experimentan las entidades bancarias por los menores requerimientos de personal y las potenciales economías de escala que pueden obtener en el procesamiento de las operaciones llevadas a cabo mediante este tipo de instrumentos.

### III. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS DEPÓSITOS EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO ¿ RESPUESTA ANTE CAMBIOS DEL ENTORNO?

Durante la última década, se ha producido una aceleración del proceso de transformación al que se ven sometidas las entidades bancarias europeas. Entre los factores que permiten explicar dicha metamorfosis ocupa un papel destacado la consolidación del mercado único de servicios financieros —a medida que se van materializando las medidas recogidas en el

FSAP (*Financial Services Action Plan*)—, la mayor integración nacional e internacional de los mercados financieros, la tendencia a la globalización del negocio financiero, y el fuerte desarrollo de las tecnologías de las telecomunicaciones y la informática. Los efectos asociados a la materialización de cada una de estas tendencias se han visualizado de manera dispar, destacando por su mayor intensidad, los progresos tecnológicos, al alterar de forma sustancial tanto las condiciones de acceso de la demanda como el proceso de producción y estructura de mercado en el que desarrollan sus funciones las instituciones financieras.

La incorporación de la tecnología a la actividad bancaria debe traducirse en un desplazamiento de la frontera de posibilidades de producción, al mejorar los sistemas de producción, distribución y gestión asociados a su actividad y/o el nivel de eficiencia (Beard, Caudill y Gropper, 1997). Como consecuencia de ello, las entidades bancarias verán reducidos sus costes de transformación. La contribución de las nuevas tecnologías resulta incluso más amplia. La adopción de nuevos sistemas de gestión puede ayudar a perfeccionar la valoración del riesgo al que se enfrentan las entidades. Junto a ello, el desarrollo de las tecnologías de pagos contribuirá a incrementar de forma notable el nivel de competencia vigente en los mercados. El establecimiento de una densa red de cajeros automáticos ha dado lugar a que la oficina pierda valor relativo como elemento estratégico en la provisión de servicios de pago, y por tanto en la captación y gestión de depósitos a ellos asociados. Dicho incremento de la competencia probablemente implicará una reducción de los márgenes operativos y de la capacidad de las entidades bancarias para demorar o atenuar la traslación de las variaciones de los tipos de interés fijados por la autoridad monetaria a los establecidos en sus operaciones activas y pasivas (Mojon, 2000).

Como puede observarse en el gráfico 1, el continuo descenso en el precio oficial del dinero ha favorecido la caída de los tipos de interés correspondientes a los mercados monetarios a corto plazo, además de una reducción sustancial de los *mark-up* mantenidos por las entidades bancarias sobre los depósitos captados de sus clientes. Distinguiendo entre depósitos a la vista y a plazo, a priori es de esperar que el margen establecido, sobre el coste de oportunidad de captar fondos en el interbancario, para estos últimos sea superior, como consecuencia de la extensión de los recursos inmovilizados. Sin embargo, los resultados muestran el efecto contrario, debido a la mayor intensificación competitiva

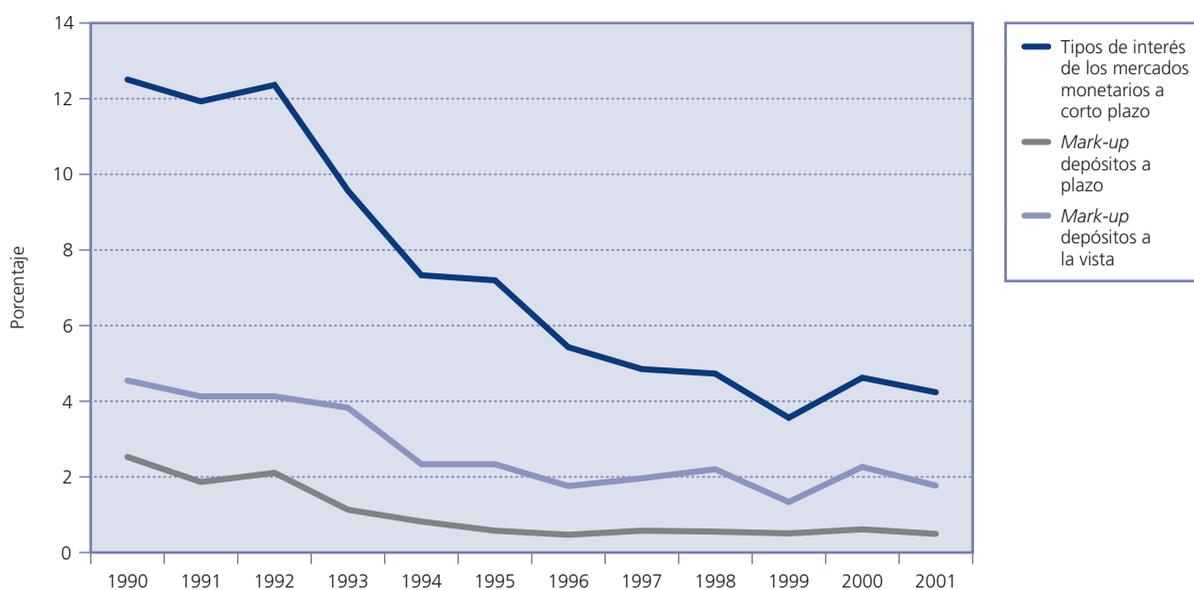
existente en este segmento de mercado. En este sentido, mientras que en 2001 las entidades bancarias europeas mantenían, en términos medios, diferenciales de en torno al 1,75 por 100 sobre los depósitos a la vista, éstos se reducían hasta situarse por debajo del medio punto porcentual en la vertiente de los depósitos a plazo.

La intensificación de la competencia en los mercados bancarios europeos ha resultado compatible, tal y como puede observarse en el gráfico 2, con un ligero aumento del nivel de concentración existente en aquéllos durante los últimos años del horizonte temporal considerado, medido a través tanto del índice de Herfindahl-Hirschman como del indicador CR5 (cuota de mercado de las cinco entidades de mayor dimensión). Los factores que permiten explicar este fenómeno son múltiples, si bien ocupa un lugar destacado el importante número de fusiones llevadas a cabo, aunque ralentizadas a partir del año 2000 por el deseo de las instituciones financieras de alcanzar la dimensión óptima que les permita adoptar posiciones competitivas en mercados cada vez más globales. En este sentido, mientras que en 1995 operaban en Europa cerca de 10.000 entidades bancarias, en 2001 apenas superaban las 8.000, siendo 359 el número de operaciones de fusión y adquisición acontecidas en términos medios anuales.

El modo en el que las entidades europeas han penetrado en nuevos mercados y competido con los intermediarios ya establecidos no se ha articulado a través de la expansión de la red de oficinas, sino a través de canales de distribución caracterizados por menores necesidades de personal. Como puede observarse en el gráfico 3, mientras que el número de oficinas por millón de habitantes se reducía en un 7,29 por 100 a lo largo del período 1990-2001, el crecimiento experimentado por la red de cajeros automáticos instalados en términos de esta unidad poblacional de referencia superaba el 200 por 100. Este comportamiento dispar ha incrementado las vías de diferenciación de productos y servicios ofrecidos, además de reducir los costes asociados a la función de provisión de servicios de pago. La mecanización de las actividades de esta naturaleza ha permitido incrementar el volumen de operaciones realizadas con instrumentos de pago bancarios, superando en 2001 las 140 transacciones en términos per cápita.

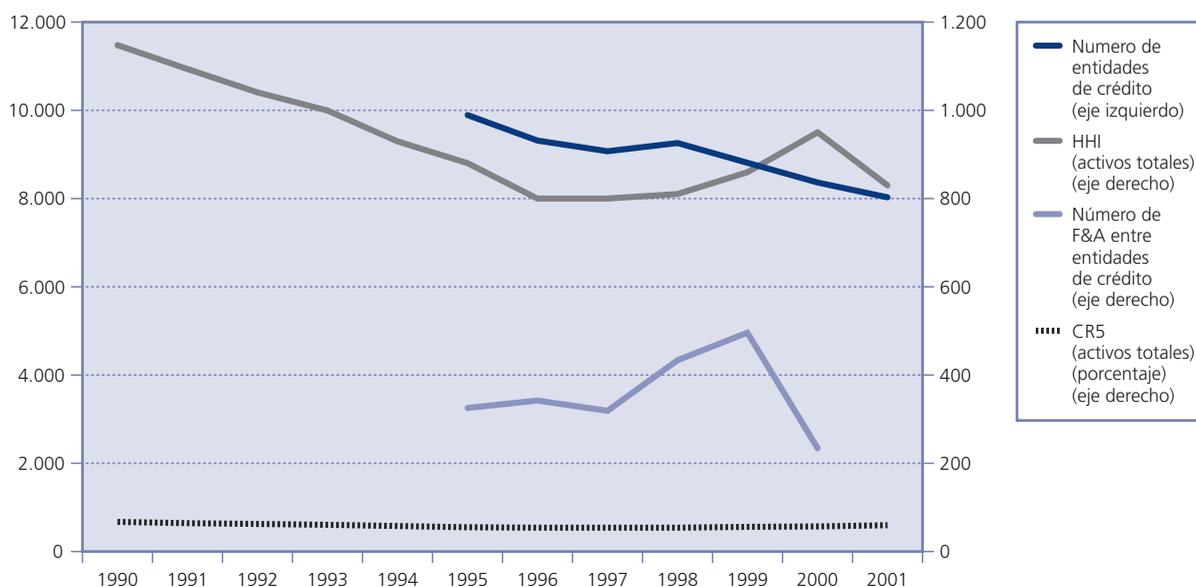
El desarrollo alcanzado por este tipo de instrumentos resulta bastante dispar. En este sentido, como puede observarse en el gráfico 4, mientras que el número de operaciones realizadas vía cheque se ha reducido a lo largo del período considerado desde 32

**GRÁFICO 1**  
**TIPOS DE INTERÉS DE LOS MERCADOS MONETARIOS Y MARK-UP SOBRE LOS DEPÓSITOS**  
**EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO**



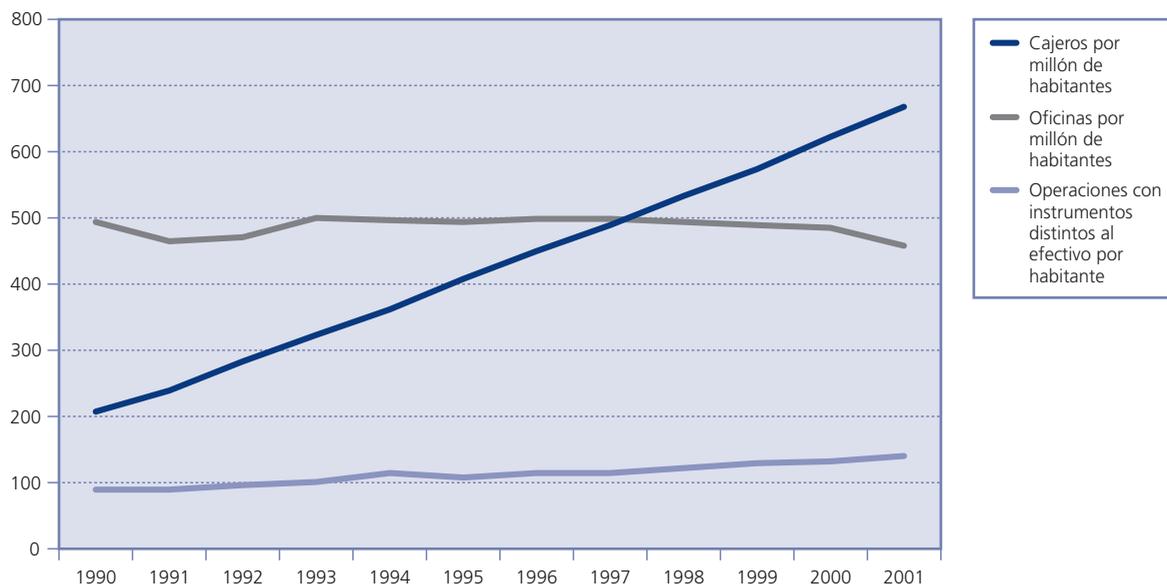
Fuente: OCDE.

**GRÁFICO 2**  
**GRADO DE COMPETENCIA**  
**EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO**



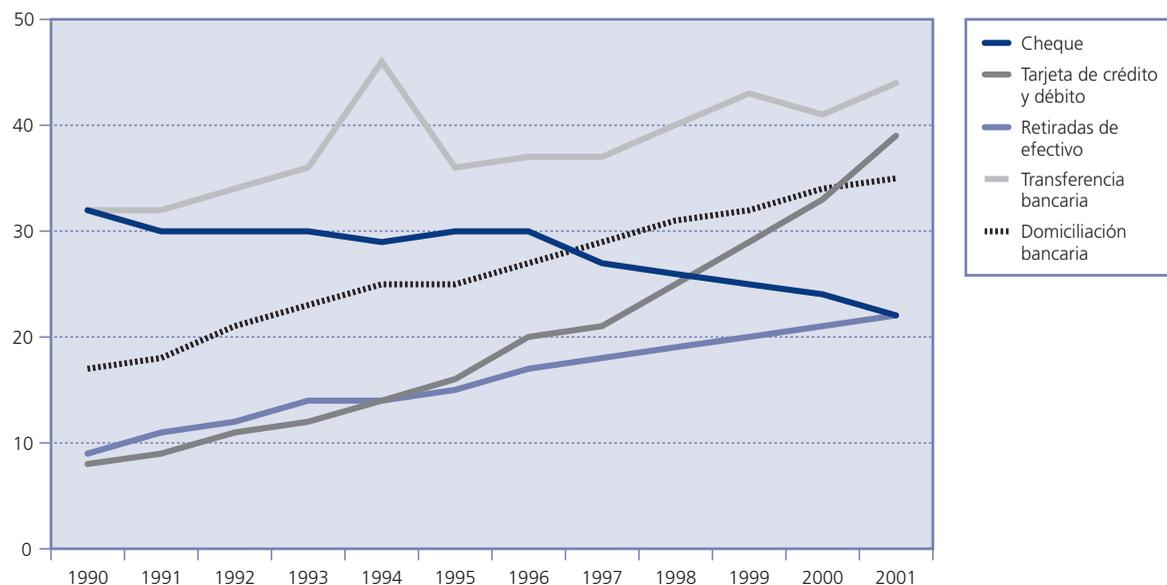
Fuente: Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 3**  
**RED DE DISTRIBUCIÓN Y PAGOS PROCESADOS**  
**EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO**



Fuente: OCDE y Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 4**  
**USO DE LOS DIFERENTES INSTRUMENTOS DE PAGOS ALTERNATIVOS AL EFECTIVO EN LA UNIÓN EUROPEA**  
**(Operaciones por habitante)**



Fuente: Banco Central Europeo.

a 22, en términos anuales per cápita, las liquidadas mediante tarjeta de pago han experimentado un sustancial incremento, cercano al 400 por 100, como consecuencia de su general aceptación en los puntos de venta (Carbó, Humphrey y López del Paso, 2003). La intensificación en el uso de la tarjeta ha resultado aún mayor, dado su creciente empleo para la retirada de efectivo a través del cajero automático. Así, cada ciudadano europeo ha pasado de realizar nueve retiradas en 1990, a 22 reintegros a través de este canal de autoservicio bancario en 2001. Crecimiento similar han experimentado la transferencia y la domiciliación bancaria, instrumentos que han permitido a los usuarios procesar sus pagos regulares de manera conveniente y a bajo coste.

Tal y como se ha señalado anteriormente, el desplazamiento hacia tecnologías más intensivas en capital ha dado lugar (véase gráfico 5), junto con otros factores, a una reducción de los gastos de explotación unitarios soportados por las entidades bancarias europeas: de 1,86 a 1,48 por 100 en términos de activos totales a lo largo de 1990-2001. La ampliación de las posibilidades de acceso y aprovechamiento de las economías de escala que caracterizan la realización de transacciones con procedimientos automatizados —el 80 por 100 de los pagos realizados con instrumentos alternativos al efectivo son ya electrónicos, y la ratio cajero/oficina se eleva a 1,5, cuando al principio de la década de los noventa apenas alcanzaba 0,5— puede dar lugar a una reducción de los costes medios a largo plazo, reflejándose en mejores condiciones de precios a los que puede acceder el cliente y/o en un incremento de los márgenes bancarios (Vesala, 2000).

Aun cuando el cómputo adecuado del efecto del avance tecnológico sobre la eficiencia requiere la estimación de una función de coste, una primera aproximación vendría dada por el análisis del comportamiento del nivel de eficiencia operativa (gastos de explotación/margen ordinario). Como puede observarse en el gráfico 6, dicha ratio ha mostrado una tendencia decreciente durante los últimos años, período en el que se están materializando los beneficios de la tecnología. La incorporación de nuevos productos y procesos ha permitido además mejorar la productividad aparente del factor trabajo, ya que el volumen de depósitos y créditos por cada empleado se ha incrementado sustancialmente a lo largo del período (125 por 100 entre 1990-2001). Es de esperar que las mejoras se vean incrementadas a medida que el personal mejore el grado de cualificación requerida para el procesamiento de este tipo de operaciones (Fuentes y Sastre, 2002).

El aprovechamiento de los beneficios asociados al avance tecnológico puede dar lugar a una mejora de los niveles de rentabilidad. Aun cuando los factores que determinan el comportamiento de esta variable son múltiples, la rentabilidad agregada del sector bancario europeo, aun permaneciendo bastante estable, parece guardar una elevada correlación con la eficiencia operativa alcanzada por las entidades que lo configuran (véase gráfico 6). Dicha mejora en la rentabilidad obtenida presenta igualmente una alta correlación, aunque negativa, con el nivel de riesgo de crédito asumido, aproximado por el peso relativo de los créditos fallidos con respecto a los créditos totales.

En definitiva, el desarrollo tecnológico experimentado en materia de pagos no sólo ha contribuido a reducir los costes asociados a la actividad bancaria. A ello hay que sumarle los aparentes efectos positivos sobre competencia, eficiencia, productividad, rentabilidad y valoración de riesgos y, por tanto, sobre la transmisión de la política monetaria, efectos que tenderán a acentuarse en el futuro a medida que se asienten las transformaciones en el proceso productivo que ello conlleva.

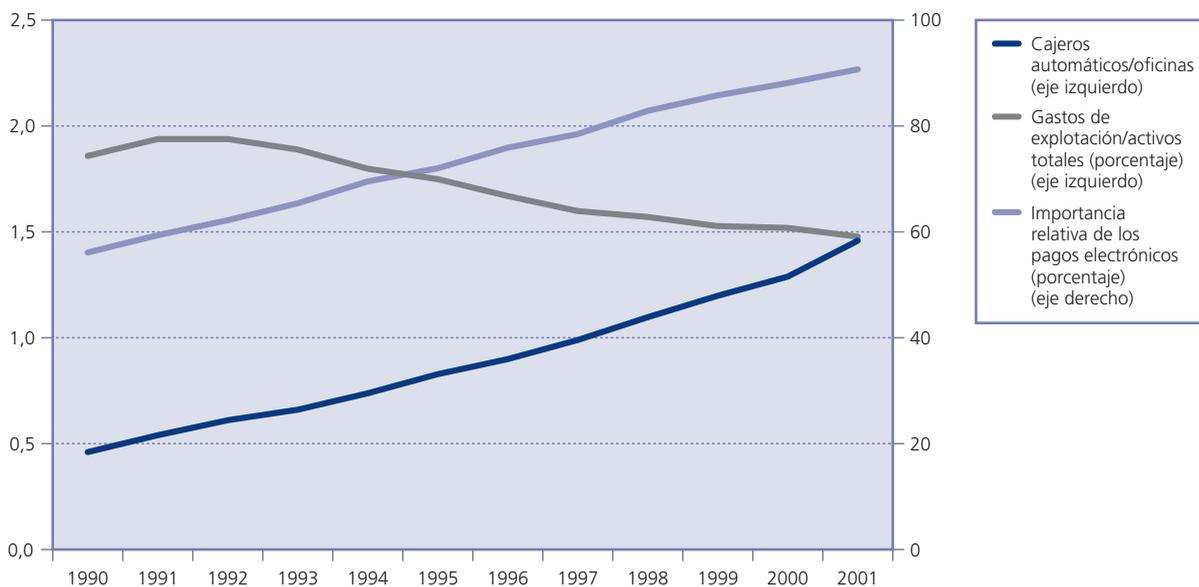
#### IV. EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL CASO EUROPEO

##### 1. Metodología y datos

Una vez realizado el análisis descriptivo del comportamiento mostrado por las principales variables de los sistemas de pagos minoristas de los países europeos, en el presente apartado se estima su impacto sobre el grado en el que las decisiones de política monetaria adoptadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales se ven reflejadas sobre la remuneración ofrecida por parte de las entidades bancarias a los depósitos captados. Para ello, el análisis efectuado, con datos macroeconómicos, se refiere a los quince países integrantes de la Unión Monetaria Europea durante el período 1990-2001, dando lugar a un panel homogéneo de 225 observaciones.

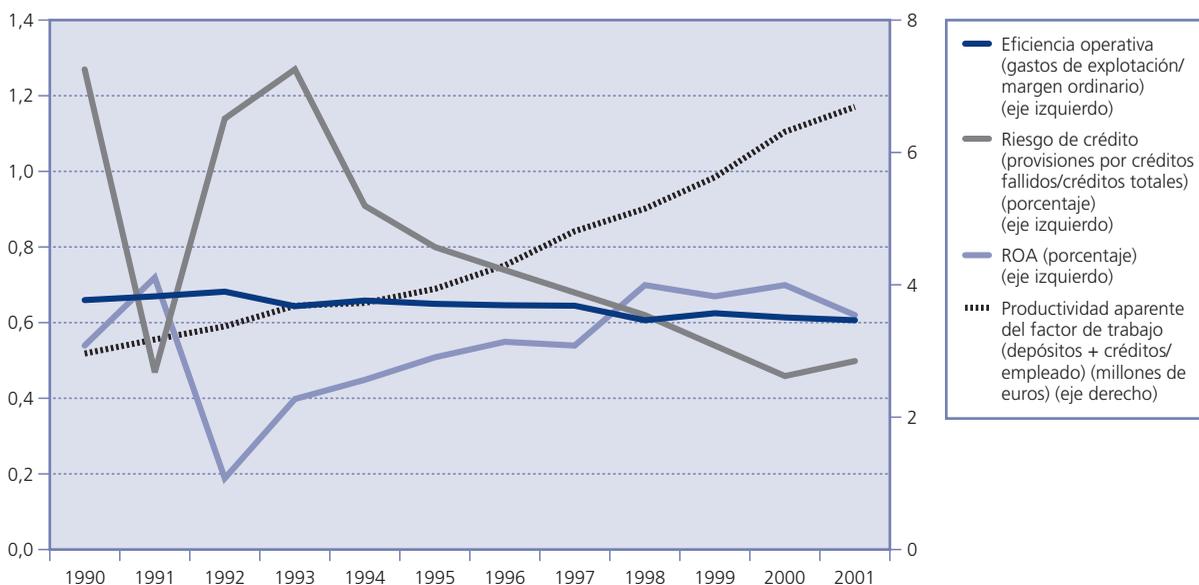
La elección de dicho horizonte temporal viene motivada por factores de diversa naturaleza. En primer lugar, por su relevancia desde el punto de vista económico. A la recesión económica de 1992-1994 se le une la adopción del compromiso adquirido por los países europeos en 1996 para alcanzar la convergencia nominal de los principales agregados macroeconómicos, la creación de la moneda única en 1999 y el desarrollo de una intensa liberalización e

**GRÁFICO 5**  
**DESARROLLO DE LA TECNOLOGÍA Y COSTES**  
**EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO**



Fuente: OCDE y Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 6**  
**EFICIENCIA, RENTABILIDAD, RIESGO Y PRODUCTIVIDAD**  
**EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO**



Fuente: OCDE.

innovación financiera. Por otro lado, es durante dicho período cuando el sistema de pagos europeo ha alcanzado un mayor desarrollo. Los intermediarios bancarios han procedido al establecimiento de una tupida red de cajeros automáticos que ha sustituido/complementado las funciones de servicios de pago llevadas a cabo en la oficina como unidad básica de negocio. A la par, el cheque ha llegado a alcanzar su fase de madurez, mientras que la tarjeta de débito y crédito, la transferencia y la domiciliación bancaria se han extendido entre los consumidores, constituyéndose como instrumentos que han desplazado al efectivo como medio de pago generalmente aceptado.

En otro sentido, es durante dicho período cuando se dispone de información homogénea sobre los sistemas bancarios europeos. Lo mismo ocurre para la información estadística referente a los sistemas de pagos, ya que el Banco Central Europeo sólo proporciona, a través del *Libro Azul*, datos para dicho período. Este motivo ha sido el que ha llevado a acotar el estudio en el año 2001.

Para abordar este análisis, y con base en los resultados teóricos obtenidos por los desarrollos más recientes de la economía monetaria y bancaria, se estima la siguiente ecuación:

$$\Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \Delta r_{i,(t-1)}^D + \Delta i_{i,t} + \beta \Delta X_{i,t}^{BANK} + \phi \Delta X_{i,t}^{PAY} + \varepsilon_{i,t} \quad [1]$$

donde:

$\alpha$ : representa un término constante y específico para cada país  $i$ .

$r^D$ : muestra el coste unitario de los depósitos captados de clientes en cada período  $t$ , el cual se define como la ratio «intereses y cargas asimiladas/ débitos a clientes» (4).

$i$ : se corresponde con el tipo de interés del mercado interbancario de los depósitos a tres meses. Mediante la incorporación de esta variable se recoge el coste de oportunidad de captar recursos en este mercado y, por tanto, la influencia de la autoridad monetaria en los tipos pasivos fijados por las entidades bancarias (Mojon, 2000) (5).

Junto a ello,  $X^{BANK}$  constituye un vector que engloba las variables de estructura y eficiencia bancaria, así como factores determinantes de la oferta de depósitos. Dentro del mismo se incluyen las siguientes:

*cost*: simboliza el coste operativo soportado por unidad de negocio, obtenido mediante el cociente gastos de explotación / activos totales. Dado que las entidades bancarias fijan el precio de sus operaciones pasivas estableciendo un margen sobre el coste soportado en el desarrollo de su función de intermediación: cuanto mayores sean los costes operativos menor será el precio ofrecido por los intermediarios por los depósitos captados (Borio y Fritz, 1995; Vesala, 2000).

*hhi*: representa el índice de concentración de Herfindahl-Hirschman, el cual puede considerarse como una *proxy* del nivel de competencia existente en el mercado de depósitos. Dicho indicador se calcula como la suma de las cuotas de mercado ( $s_i$ ) de las entidades bancarias que operan en cada uno de los países que configuran la muestra, es decir:

$$hhi = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

Como se ha señalado en el segundo de los apartados, la nueva teoría de la organización industrial sugiere que, de acuerdo con la *hipótesis de estructura-resultados*, la existencia de una mayor concentración en el mercado da lugar a la aparición de barreras de entrada que «ahuyentan» la posible participación de nuevos competidores (Bresnahan, 1989). Cuando esto ocurre, las entidades que operan en el mismo disfrutarán de poder de mercado, lo cual les permitirá reducir la remuneración ofrecida por los depósitos captados (Pagano y Japelli, 1993) (6). Por el contrario, debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con la *hipótesis de estructura de mercado eficiente*, los mayores precios fijados por parte de las entidades provienen de la debilidad de su estructura de balance, con independencia del nivel de concentración existente en el mercado (Lensink y Sterken, 2002). En consecuencia, el signo esperado para el coeficiente correspondiente a dicha variable resulta indeterminado, dependiendo del cumplimiento de las hipótesis señaladas (negativo cuando se cumple la hipótesis subyacente al paradigma *SCP*, y positivo cuando se valida la correspondiente a la derivada de la nueva teoría de la organización industrial).

*prod*: muestra la productividad aparente del factor trabajo, la cual viene dada por el volumen de depósitos captados y de créditos concedidos por empleado. Valores más elevados para esta variable se traducen en mayores rendimientos y, por tanto, en una mayor capacidad para ofrecer rentabilidades superiores a los clientes por los productos comercializados.

*efic*: se corresponde con la eficiencia operativa, obtenida como la ratio «costes operativos/margen ordinario». Con la inclusión de esta variable se permite analizar la capacidad de las entidades bancarias para emplear los recursos disponibles de forma eficiente en la producción de bienes y servicios, así como la de generar ingresos, y la relación que ambos aspectos guarda con la habilidad para fijar los precios de las operaciones que llevan a cabo con sus clientes (Cornett, Ors y Tehranian, 2002). En consecuencia, el signo esperado para el coeficiente de esta variable es positivo.

*risk*: muestra el riesgo de crédito, el cual viene dado por el peso relativo de los créditos fallidos con respecto al crédito total. La asunción de un mayor nivel de riesgo por parte de las entidades bancarias en las inversiones crediticias llevadas a cabo se traduce en una mayor prima financiera externa, reflejándose en el precio establecido para las mismas, así como en los recursos empleados para su concesión (Berger y De Young, 1997).

*pib*: representa el estado de la oferta de depósitos, aproximada por el logaritmo del producto interior bruto a precios de mercado. El efecto esperado de la renta real sobre los tipos de interés fijados sobre las operaciones bancarias resulta ambiguo (Sastre, 1997). Las fases expansivas del ciclo económico estimulan el ahorro, entre ellos el bancario, mientras que las fases de desaceleración económica lo deprimen, obligando a las entidades bancarias a incrementar la remuneración ofrecida para la captación de recursos de sus clientes.

La información estadística relativa a este conjunto de variables, al igual que las partidas correspondientes al cálculo de la variable dependiente, se han obtenido del *Bank Profitability* de la OCDE, con la excepción de la variable *hhi*, que, dada su naturaleza microeconómica, se ha computado a partir de la información proporcionada por la base de datos *Bankscope* de Bureau Van Dijk.

Por otro lado, son cinco las variables explicativas que componen el vector representativo del sistema de pagos minorista ( $X^{PAY}$ ), las cuales, obtenidas a partir del *Libro Azul de medios de pago* del Banco Central Europeo, se definen de la siguiente manera:

*atm*: designa el número de cajeros instalados en cada país. La posesión de una amplia red de estos terminales genera un ahorro significativo en los costes en los que las instituciones financieras incurren en la provisión de servicios de pago. De este modo, la

remuneración de los pasivos bancarios será mayor si las ganancias de eficiencia obtenidas por parte de las entidades bancarias son trasladadas a sus clientes (Humphrey, 1994; Vesala, 2000).

*br*: se identifica con el número total de oficinas abiertas al público en cada uno de los países que componen la muestra. En mercados caracterizados por una estructura oligopolística, la oficina puede constituirse como una herramienta útil de diferenciación y de extracción de rentas de poder de mercado (Cerasi, Chizzolini e Ivaldi, 1997). En consecuencia, un incremento en el número de estos puntos de atención al cliente dará lugar a una reducción de la remuneración de los depósitos, derivada de la diferenciación del producto lograda vía mejora de la calidad del servicio prestado (Kim y Vale, 2001).

Junto a estas dos variables relativas a los canales de distribución, se incluye el desarrollo de los diversos instrumentos de pagos a través de:

*ppay*: definida como el número de operaciones realizadas con instrumentos de pago alternativos al efectivo basados en papel, cheque, así como transferencias y domiciliaciones que utilizan dicho soporte.

*epay*: la cual se identifica con el volumen de transacciones realizadas con instrumentos de pago con soporte electrónico: tarjeta de pago, transferencias y domiciliaciones bancarias.

De este modo, se permite recoger el impacto diferencial de la difusión de los instrumentos de pago alternativos al efectivo sobre los costes bancarios y, por tanto, sobre la remuneración ofrecida por los débitos a clientes. Esto es debido a que el desarrollo de los instrumentos de pago de base electrónica generan importantes reducciones de los gastos de explotación, como consecuencia de las menores necesidades de personal y las posibles mayores economías de escala a las que se encuentran sometidas (Hancock, Humphrey y Wilcox, 1999). Esta caída en los costes operativos puede dar lugar a una mejora en el nivel de eficiencia con el que las entidades bancarias fijan los precios de las operaciones llevadas a cabo con clientes (Humphrey y Pulley, 1997).

Junto a las variables definidas se considera *ncomp*, la cual se corresponde con el número de redes de pagos existente. La eliminación de las restricciones para el establecimiento de nuevos operadores fomenta la competencia, redundando en mejores condiciones para los consumidores (Saloner y Shepard, 1995).

Por su parte,  $\varepsilon$  representa el término de error, y  $\Delta$  el operador primeras diferencias. Finalmente,  $\beta$  y  $\phi$  se corresponden con el vector de parámetros asociados a  $X^{BANK}$  y  $X^{PAY}$ , respectivamente.

Con objeto de 1) evitar los problemas de multicolinealidad que pueden darse por las relaciones contables existentes entre el conjunto de variables de estructura y eficiencia, y 2) obtener estimaciones robustas ante las modificaciones en los indicadores correspondientes a las mismas y al entorno macroeconómico, las variables incluidas en los vectores definidos se han introducido de manera progresiva hasta obtener el modelo «completo», dando lugar al siguiente conjunto de especificaciones:

$$[I] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \varepsilon_{i,t}$$

$$[II] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \beta_{10} \Delta prod + \varepsilon_{i,t}$$

$$[III] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \beta_{10} \Delta efic + \varepsilon_{i,t}$$

$$[IV] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \beta_{10} \Delta risk + \varepsilon_{i,t}$$

$$[V] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \beta_{10} \Delta pib + \varepsilon_{i,t}$$

$$[VI] \Delta r_{i,t}^D = \alpha_i + \beta_1 \Delta r_{i,t-1}^D + \beta_2 \Delta i_{i,t} + \beta_3 \Delta cost + \beta_4 \Delta hhi + \beta_5 \Delta atm + \beta_6 \Delta br + \beta_7 \Delta appay + \beta_8 \Delta epay + \beta_9 \Delta ncomp + \beta_{10} \Delta prod + \beta_{11} \Delta efic + \beta_{12} \Delta risk + \beta_{13} \Delta pib + \varepsilon_{i,t}$$

La introducción de retardos sobre la variable dependiente —ya que con ello se recoge la trayectoria e inercia del grado de traslación de medidas de política monetaria— impone una serie de supuestos añadidos al análisis estándar de datos de panel, al estar correlacionadas con las perturbaciones. Estas dificultades invitan a realizar un análisis de datos de panel dinámicos. De este modo, la ecuación [1] es estimada, bajo sus diferentes especificaciones, mediante el método generalizado de los momentos

(GMM) en una estimación simultánea de la misma en niveles y en diferencias, siguiendo la metodología de Arellano y Bond (1991).

## 2. Resultados

Los resultados correspondientes a la estimación de la ecuación [1] bajo las diferentes especificaciones se muestran en el cuadro n.º 1. Como puede observarse, el impacto de las variaciones de los tipos de interés oficiales sobre la remuneración ofrecida por los depósitos captados, aun cuando positivo, no ha resultado estadísticamente significativo. El bajo grado de traslación de las decisiones adoptadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales podría venir causado por el insuficiente nivel de competencia alcanzado durante la década de los noventa en este segmento de mercado. La presencia de imperfecciones en el mismo ha propiciado que las entidades bancarias aprovechen el incremento del rendimiento concedido a los titulares de este pasivo bancario para atenuar aumentos ulteriores.

Dicho comportamiento resulta compatible con el signo mostrado por el conjunto de variables de estructura y eficiencia bancaria. Tal y como muestra el coeficiente correspondiente al índice de Herfindahl-Hirschman, la existencia de un mayor poder de mercado ha evitado aumentar significativamente las rentas obtenidas por la presencia de este tipo de fallo de mercado. Por el contrario, la asunción de mayores costes y riesgos en el desarrollo de la actividad ha repercutido de manera significativa sobre los márgenes aplicados, dando lugar a una reducción del precio de los depósitos. Junto a ello, se obtiene que ni las ganancias de eficiencia ni las de productividad han influido de forma significativa, al igual que el incremento de la renta.

Atendiendo al efecto del desarrollo del sistema de pagos, y especialmente a los canales a través de los cuales se procede a la prestación de este tipo de servicios, se obtienen resultados de cierto interés. Como puede observarse, el coeficiente correspondiente a la variable oficinas muestra signo negativo y estadísticamente significativo en todos los casos. De este modo, todo parece indicar que el establecimiento de una densa red de sucursales ha permitido ofrecer una remuneración inferior por los ahorros depositados por los clientes a cambio de la mayor conveniencia y calidad del servicio prestado. Por su parte, la instalación de un mayor número de cajeros automáticos ha incidido de forma positiva y altamente significativa sobre el precio de los depósitos. La automatización de

CUADRO N.º 1

**IMPACTO DEL DESARROLLO DE LOS SISTEMAS DE PAGOS MINORISTAS EUROPEOS EN EL GRADO DE TRASLACIÓN DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL PRECIO DE LOS DEPÓSITOS**

Muestra total: 225 observaciones

Análisis con datos de panel dinámicos

Estadísticos t entre paréntesis

	I	II	III	IV	V	VI
$\alpha$	-0,125** (-4,25)	-0,133** (-4,46)	-0,127** (-4,14)	-0,127** (-3,10)	-0,120** (-3,87)	-0,089** (2,63)
$r_{t-1}^D$	-0,122* (-2,43)	-0,130** (-2,63)	-0,122* (2,42)	-0,084* (2,36)	-0,120* (-2,35)	-0,052* (1,97)
$l$	3,002e-3 (0,32)	2,048e-3 (0,21)	3,074e-3 (0,94)	2,866e-3 (0,27)	1,455e-3 (0,14)	1,727e-3 (0,57)
$cost$	-0,861* (2,31)	-0,665* (1,97)	-0,826* (2,04)	-0,525** (2,61)	-0,888* (-2,32)	-0,222* (1,96)
$hhi$	-0,022 (-0,88)	-0,014 (-0,58)	-0,023 (-0,94)	-0,022 (-0,74)	-0,199 (-0,77)	-0,108 (-0,33)
$atm$	1,412e-6* (2,10)	1,682e-5* (2,51)	1,478e-5* (2,16)	1,601e-5** (2,71)	1,433e-5* (2,11)	1,913e-5* (1,98)
$br$	-1,474e-6** (-2,09)	-1,669e* (-2,41)	-1,517* (-2,12)	-1,411e-5* (-2,43)	-1,372e-5* (-1,96)	-1,508e-6* (2,38)
$ppay$	-3,680e-6** (2,87)	-1,909e-5* (2,25)	-1,401e-05* (2,15)	-3,528e-6** (-2,56)	-1,735e-5* (-1,99)	-5,212e-5* (-1,99)
$epay$	1,410e-6** (2,94)	4,844e-5* (2,25)	3,943e-5* (1,99)	2,075e-5* (2,38)	3,083e-5* (2,32)	1,375e-5* (2,12)
$nnet$	0,002** (2,65)	0,002** (3,01)	0,002** (2,66)	0,002* (1,96)	0,002* (2,39)	0,001* (1,97)
$prod$		9,956e-7 (1,59)				7,773e-7 (1,01)
$efic$			0,004 (0,23)			0,002 (0,89)
$risk$				-0,122** (-2,56)		-0,217** (-2,77)
$pib$					-5,874e-8 (-0,53)	-2,131e-7 (-0,87)

(\*) Estadísticamente significativo al 5 por 100.

(\*\*) Estadísticamente significativo al 1 por 100.

los servicios de pago prestados a través de los cajeros automáticos ha dado lugar a una reducción de los costes operativos asociados a este tipo de actividades, reduciendo el diferencial que las entidades aplican al tipo de interés oficial a la hora de fijar el precio de sus operaciones pasivas. Este efecto se ha visto reforzado por la presencia de un mayor número de operadores, al garantizar la competencia de redes.

Lo mismo ocurre cuando se tiene en cuenta el papel jugado por los instrumentos de pago electrónicos. Las mayores economías de escala asociadas al

procesamiento de un mayor número de operaciones de este tipo han sido aprovechadas significativamente por las entidades que configuran los sistemas bancarios europeos para reducir los costes asociados a la gestión de la base de depósitos, mejoras que han sido trasladadas a sus clientes. No ocurre lo mismo cuando se atiende a las operaciones compensadas con instrumentos basados en papel. En este caso, el elevado empleo de recursos *back office* ha encarecido significativamente la labor de provisión de servicios de pago, reflejándose negativamente sobre los precios bancarios.

CUADRO N.º 2

**POLÍTICA MONETARIA Y DESARROLLO DEL SISTEMA DE PAGOS MINORISTA: IMPACTO SOBRE  
LOS DEPOSITANTES BANCARIOS EUROPEOS (1990-2001)**

	Variación tipos de interés	Desarrollo sistema de pagos minorista	De los cuales:	Sustitución cajeros por oficinas	Difusión instrumentos alternativos al efectivo	De los cuales:	Basados en papel	Electrónicos
<b>Millones de euros:</b>								
Total.....	-341.008,4	178.696,1		196.187,2	-17.491,1		-38.192,3	20.701,2
Media 1990-2001 .....	-31.000,7	16.245,1		17.835,2	-1.590,1		-3.472,0	1.881,9
<b>Porcentaje respecto al PIB de la UME .....</b>	<b>-0,433</b>	<b>0,229</b>		<b>0,251</b>	<b>-0,022</b>		<b>-0,049</b>	<b>0,026</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Aun cuando los resultados derivados del análisis de regresión deben ser interpretados con cautela, ya que el empleo de datos de carácter macroeconómico no permite delimitar el comportamiento diferencial de las entidades que componen el sector bancario de los diversos países europeos, a partir de aquéllos y de la información estadística utilizada en el análisis se puede ofrecer una aproximación del impacto de: 1) la incompleta traslación por parte de las entidades bancarias de las variaciones en el precio oficial del dinero sobre la remuneración obtenida por los agentes económicos que mantienen abierta una cuenta de ahorro en la que materializan total o parcialmente su ahorro, y 2) el efecto compensador sobre el excedente de los ahorradores derivado del desarrollo del sistema de pagos minorista. En relación con el primero de ellos, como puede observarse en el cuadro n.º 2, a lo largo del período 1992-2001, los hogares y empresas europeos han percibido 341.008,4 millones de euros menos de los que les hubiesen correspondido si las decisiones adoptadas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales se hubieran visto reflejadas por completo en los tipos aplicados por las entidades bancarias a sus depósitos, lo cual equivale a 31.000,7 millones de euros en términos medios anuales (0,433 por 100 del PIB europeo). Los menores rendimientos obtenidos por los tenedores de este tipo de activo financiero derivados de las imperfecciones de mercado han sido compensados parcialmente por las rentas procedentes del desarrollo de la red de pagos. En este sentido, la tendencia hacia la automatización, materializada en el proceso de sustitución de cajeros por oficinas, ha repercutido positivamente sobre los ingresos de este tipo de ahorradores en más de 196.000 millones de euros entre los años comprendidos entre 1990 y 2001, lo cual equivale a 17.835,2 millones de euros anuales, es decir, el 0,251 por 100 del PIB euro-

peo. Por su parte, la implantación y difusión de los pagos electrónicos se ha traducido en un incremento de los rendimientos de los depósitos captados de más 20.000 millones de euros. Sin embargo, el empleo del cheque y otros instrumentos con soporte en papel ha supuesto que los depositantes renuncien a un rendimiento superior cifrado en 38.192,3 millones de euros. En definitiva, la modernización de los sistemas de pagos minoristas europeos ha repercutido positivamente sobre los depositantes bancarios en más de 178.500 millones de euros, lo cual supone el 0,229 por 100 en términos de PIB.

## V. CONCLUSIONES

El progreso tecnológico ha influido de forma considerable sobre el modo en que las entidades bancarias compiten en los mercados bancarios de los países europeos. El desarrollo de nuevos canales de distribución y la difusión de instrumentos alternativos al efectivo, generalmente de menor coste, han permitido a los intermediarios bancarios adoptar posiciones más agresivas. La oficina ha visto perder valor estratégico. Ya no constituye la única alternativa posible para aumentar la probabilidad de atraer nuevos clientes y, por tanto, aumentar la base de depósitos, prestar servicios de pagos o conceder nuevos créditos. Como consecuencia de ello, la competencia bancaria se ha intensificado, mejorando el grado de eficacia con el que se trasladan las decisiones de política monetaria.

El establecimiento de una tupida red de cajeros automáticos con los que abastecer las operaciones de provisión de servicios de pagos, y la difusión de la tarjeta, la transferencia y la domiciliación bancaria, han redundado positivamente sobre la

remuneración ofrecida por los pasivos bancarios, compensado parcialmente los 341.008,4 millones de euros que han dejado de percibir los depositantes europeos por la incompleta traslación de las medidas adoptadas por los bancos centrales, lo cual equivale al 0,433 por 100 del PIB de la Unión Monetaria Europea. Las estimaciones realizadas muestran que la modernización del sistema de pagos europeo ha repercutido positivamente sobre los rendimientos obtenidos por estos agentes en más de 178.500 millones de euros, lo cual supone el 0,229 por 100 en términos de producto interior bruto.

#### NOTAS

(1) En este sentido, debe tenerse en cuenta que la política de fijación de precios de las instituciones financieras también se ve determinada por las condiciones macroeconómicas y el estado de la oferta. La existencia de incertidumbre sobre la situación de los mercados monetarios puede dar lugar a que las entidades mantengan los tipos de interés aplicados, aun cuando se produzcan variaciones en el precio oficial del dinero, para evitar la obtención de pérdidas no esperadas. La incompleta traslación o demora puede deberse además a la existencia de costes de ajuste (WETH, 2002). En este sentido, mientras que los depósitos constituidos con anterioridad a la adopción de nuevas medidas de política monetaria suelen presentar cierta rigidez debido a las cláusulas contractuales fijadas, en las nuevas operaciones se recogen por completo las condiciones vigentes en el mercado.

(2) El poder de mercado en el segmento de los depósitos proviene básicamente del deseo de los consumidores de retirar efectivo sobre los depósitos mantenidos: 1) de manera conveniente; 2) con instrumentos de pagos alternativos al efectivo a bajo coste, y 3) sin soportar comisiones por este concepto (HUMPHREY y PULLEY, 1997).

(3) En el modelo desarrollado por estos autores no se tiene en cuenta el efecto de la entrada de nuevos intermediarios financieros no bancarios sobre la competencia. Dichos agentes pueden ofrecer nuevos productos, y por tanto, tal y como señalan DORNBUSCH, FAVERO y GIAVAZZI (1998) y DE BANDT y DAVIS (2000), afectar a la traslación de las variación en el tipo de interés de los mercados monetarios.

(4) No se han incluido en el denominador los débitos presentados por valores negociables, la financiación procedente del mercado interbancario y otros pasivos, ya que dichas partidas no constituyen la base sobre la que se procede a la retirada de efectivo en la oficina o cajero, o sobre la que se cargan las operaciones con instrumentos de pagos bancarios.

(5) El tipo de interés de interbancario a noventa días empleado se corresponde con el proporcionado por los bancos centrales de los diferentes países europeos hasta 1999, fecha en la que se sustituye por el correspondiente al facilitado por el Banco Central Europeo.

(6) La validez de esta relación no se confirma para la totalidad de los casos. Las conclusiones extraídas del análisis del comportamiento de este índice pueden inducir a error por dos motivos fundamentales (CETORELLI, 1999). Por un lado, sólo en el caso en que las entidades tiendan a comportarse como oligopolios de Cournot las conclusiones derivadas de los valores del *hhi* se encuentran fundamentadas desde el punto de vista teórico. En segundo lugar, la relación entre concentración y poder de mercado no tiene por qué ser monótona, puesto que las entidades ejercerán su poder de mercado en función del grado de concentración alcanzado. En este caso, la relación entre el *hhi* y poder de mercado puede no ser significativa, e incluso puede ser negativa a partir de un determinado nivel de concentración.

#### BIBLIOGRAFÍA

- ARELLANO, M., y BOND, S. (1991), «Some test specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», *The Review of Economic Studies*, 58: 277-297.
- BAGLIANO, F.; DALMAZZO, A., y MARINI, G. (2000), «Bank competition and ECB's monetary policy», *Journal of Banking and Finance*, 24: 967-983.
- BARROS, F., y MODESTO, L. (1999), «Portuguese banking sector: a mixed oligopoly?», *International Journal of Industrial Organization*, 17: 869-886.
- BEARD, T.; CAUDILL, S., y GROPPER, D. (1997), «The diffusion of production processes in the US banking industry: a finite mixture approach», *Journal of Banking and Finance*, 21: 721-740.
- BERGER, A., y DE YOUNG, R. (1997), «Problem loans and cost efficiency in commercial banks», *Journal of Banking and Finance*, 21: 849-870.
- BORIO, C., y FRITZ, W. (1995), «The response of short-term bank lending rates to policy rates: a cross-country perspective», *BIS Working Paper*, número 27.
- BRESNAHAN, T. (1989), «Empirical studies of industries with market power», en SCHMALENSSEE, R., y WILLIG, R. (eds.), *Handbook of Industrial Organization*, 2, North-Holland, Amsterdam: 1011-1057.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2003), «Effect of ATMs and electronic payment on banking costs», Fundación de las Cajas de Ahorros para la Investigación Económica y Social, *Documento de Trabajo*, n.º 177.
- CERASI, V.; CHIZZOLINI, B., e IVALDI, M. (1997), «The impact of desregulation on branching and entry cost in the banking industry», *University of Bocconi Working Papers*, n.º 117.
- CETORELLI, N. (1999), «Competitive analysis in banking: appraisal of the methodologies», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1: 2-15.
- CORNETT, M.; ORS, E., y TEHRANIAN, H. (2002), «Bank performance around the introduction of a sections 20 subsidiary», *The Journal of Finance*, LVLL: 501-521.
- CORVOISIER, S., y GROPP, R. (2002), «Bank concentration and retail interest rates», *Journal of Banking and Finance*, 26: 2155-2189.
- COTTARELLI, C., y KOURELIS, A. (1994), «Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy», *Staff Paper International Monetary Fund*, diciembre: 587-633.
- DE BANDT, O., y DAVIS, E. (2000), «Competition, contestability and market structure in European banking sector on the eve of EMU», *Journal of Banking and Finance*, 24: 1045-1066.
- DORNBUSCH, R.; FAVERO, C., y GIAVAZZI, F. (1998), «Immediate challenges for the European Central Bank: issues in formulating a simple monetary policy», *Economic Policy*, 26: 15-64.
- FUENTES, I., y SASTRE, T. (2002), «Una primera reflexión sobre los efectos de los avances tecnológicos en los costes y los riesgos de las entidades bancarias españolas», *Boletín Económico del Banco de España*, enero: 79-91.
- HANCOCK, D.; HUMPHREY, D., y WILCOX, J. (1999), «Cost reductions in electronic payments: the roles of consolidation, economies of scales, and technical change», *Journal of Banking and Finance*, 23: 391-421.
- HEFFERNAN, S. (1993), «Competition in British retail banking», *Journal of Financial Service Research*, 7: 309-332.
- HUMPHREY, D. (1994), «Delivering deposit services: ATMs versus branches», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 80: 59-81.

HUMPHREY, D., y PULLEY, L. (1997), «Banks' response to deregulation: profits, technology and efficiency», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29: 73-93.

KIM, M., y VALE, B. (2001), «Non-price strategic behaviour: the case of bank branches», *International Journal of Industrial Organization*, 19: 1583-1602.

LENSINK, R., y STERKEN, E. (2002), «Monetary transmission and bank competition in the EMU», *Journal of Banking and Finance*, 26: 2065-2075.

MANZANO, M., y GALMÉS, S. (1995), «Credit institutions price policies and type of customer: impact on the monetary transmission mechanism», Banco de España, *Documento de Trabajo*, n.º 9605.

MOJON, B. (2000), «Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy», *European Central Bank Working Paper*, n.º 40.

PAGANO, M., y JAPPELLI, T. (1993), «Information sharing in credit markets», *Journal of Finance*, 48: 1643-1718.

SALONER, G., y SHEPARD, A. (1995), «Adoption of technologies with network effects: an empirical examination of the adoption of automated teller machines», *Rand Journal of Economics*, 26: 479-501.

SASTRE, M. T. (1997), «La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorros», Banco de España, *Documento de Trabajo*, n.º 45.

SOARES DE PINHO, P. (2000), «The impact of desregulation on price and non price competition in the Portuguese deposits market», *Journal of Banking and Finance*, 24: 1515-1533.

VESALA, J. (2000), *Technological transformation and retail banking competition: implications and measurement*, Bank of Finland Studies E: 20.

WETH, M. (2002), «The pass-through from market interest rates to bank lending rates in Germany», *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 11/02.

# ESTRUCTURA FINANCIERA REGIONAL Y POLÍTICA MONETARIA

## UNA APROXIMACIÓN AL CASO ESPAÑOL

**Carlos J. RODRÍGUEZ FUENTES**

**David PADRÓN MARRERO**

*Universidad de La Laguna*

**Antonio J. OLIVERA HERRERA**

*Economista*

### Resumen

En los últimos años, se ha despertado un interés creciente por el estudio del papel que desempeña la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria, fundamentalmente porque algunos autores señalan que las diferencias entre las estructuras financieras de las regiones que componen una economía podrían ocasionar un efecto diferenciado de la política monetaria nacional. En este artículo se analiza el papel que desempeña la estructura financiera en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En particular, se presenta evidencia que sugiere la existencia de diferencias regionales en materia financiera en España, al tiempo que se analiza su contribución en la explicación de los efectos regionales diferenciales de la política monetaria en España durante el período inmediatamente anterior a constitución de la Unión Monetaria Europea.

*Palabras clave:* estructura financiera, mercados bancarios regionales, efectos regionales de la política monetaria.

### Abstract

Over the last few years there has been a growing interest in studying the role that the financial structure fulfils in transmitting the monetary policy, particularly because some authors point out that the differences between the financial structures of the regions which make up an economy may cause a differentiated effect on the domestic monetary policy. This article analyses the role played by the financial structure in the monetary policy transmission mechanism. In particular, evidence is presented which suggests that regional financial differences exist in Spain, while at the same time analysing the contribution made in explaining the differential regional effects of the monetary policy in the country during the period immediately prior to the establishment of the European Monetary Union.

*Key words:* financial structure, regional financial markets, regional effects of monetary policy.

*JEL classification:* E44, E52, F36.

## I. INTRODUCCIÓN

**D**URANTE las últimas décadas, el sistema financiero español ha experimentado intensas transformaciones que han incrementado sustancialmente los niveles de competencia del sector, al tiempo que han desencadenado toda una serie de cambios en la estructura del mercado bancario y en el comportamiento estratégico de las diferentes instituciones financieras. Todas estas transformaciones han contribuido a la mejora de la eficiencia productiva de las entidades financieras, así como a una mayor integración espacial de los mercados bancarios, en la medida en que este proceso ha erosionado gran parte de las barreras institucionales que propiciaban una cierta segmentación institucional de aquéllos en el pasado más inmediato. Ahora bien, a pesar de todo ello, existe evidencia empírica que revela la existencia de importantes diferencias en materia de estructura financiera entre las diferentes regiones españolas.

Dado el creciente interés que actualmente existe por el papel que desempeña la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria, el presente trabajo pretende analizar si las diferencias regionales en materia de estructura financiera constituyen un factor relevante en la explicación de los efectos regionales diferenciales de la política monetaria en España. Con esta finalidad, hemos estructurado el trabajo en tres apartados, además de esta introducción y del apartado V, correspondiente a las conclusiones. En el apartado II, se delimita el concepto de estructura financiera para, seguidamente, identificar algunos de los rasgos diferenciales de los mercados bancarios regionales en España; en el III, se ofrece una visión sinóptica sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y particularmente de las posibles fuentes de asimetrías que podrían aparecer en el plano regional, y en el IV, se analiza empíricamente la relevancia de algunas variables relacionadas con la estructura financiera regional a la hora

de explicar los efectos regionales de la política monetaria en España entre 1988 y 1998.

## II. ESTRUCTURA FINANCIERA REGIONAL

Tradicionalmente, cuando se habla de la estructura financiera se hace referencia al conjunto de elementos que caracterizan a las instituciones, mercados e instrumentos financieros de una economía en un momento determinado del tiempo. Si bien el interés por el estudio de la relación entre desarrollo financiero y desarrollo económico no es nuevo (1), lo que sí resulta novedoso es la consolidación de una línea de investigación que subraya la idea de que lo habitual, que no lo excepcional, es la existencia de imperfecciones de los mercados de capitales. Es en este contexto en el que el estudio de la estructura financiera resulta relevante, al cuestionarse el teorema de Modigliani-Miller (Modigliani y Miller, 1958). Ya no se trata exclusivamente de analizar si se canaliza eficientemente el ahorro hacia la inversión, sino de qué otras formas puede contribuir el sistema financiero al desarrollo económico. Sin embargo, no parece que sobre este particular exista una respuesta única y consensuada en la actualidad, aunque sobre lo que sí parece existir consenso es sobre la idea de que los mercados financieros han dejado de ser «la criada de la industria» (King y Levine, 1994: 183). Además de a las razones antes aludidas, el interés creciente por el estudio de la estructura financiera también obedece a que algunos autores insisten en la idea de que las diferencias entre las estructuras financieras de los países de la zona euro (2) podrían ocasionar un efecto diferenciado de la política monetaria única (3).

La existencia de diferencias entre las estructuras financieras de distintas regiones de una economía, y particularmente entre los mercados bancarios, ha sido interpretada como un factor limitador del crecimiento económico en la medida en que cualquier situación distinta a la de competencia perfecta genera ineficiencias y reduce la disponibilidad de crédito. Por ello suele insistirse en la necesidad de seguir avanzando en el proceso de liberalización financiera, en la medida en que ello repercutirá positivamente en el potencial de crecimiento de las regiones que disponen de sistemas bancarios menos competitivos. En este sentido, la introducción del euro ha sido considerada como un factor reactivo que aceleraría tal proceso, y por ello ha sido alentada desde instancias oficiales (4). Sin embargo, desde hace ya tiempo algunos autores (Goodhart, 1987, y Branson, 1990) vienen señalando que no es probable que la integración europea dé lugar a la aparición de un siste-

ma bancario plenamente integrado, y que la estructura bancaria que seguramente se consolidará en el seno de la UE estará caracterizada por la existencia de dos niveles diferenciados: un nivel paneuropeo, comprendido por las entidades de mayor dimensión, con elevados niveles de competencia e internacionalización, y otro nivel nacional-local, compuesto por entidades de menor dimensión que fundamentalmente concentrarían su actividad en sus respectivos mercados nacionales. Por el momento, parece que la evidencia empírica corrobora esta previsión, y hay autores que señalan que es muy probable que la segmentación que actualmente existe en los mercados bancarios minoristas se mantenga a medio plazo (véase, entre otros, Danthine *et al.*, 1999; Padoa-Schioppa, 2000, y Cabral, Dierick y Vesala, 2002).

Esta supuesta negatividad que se desprendería de la existencia de segmentación espacial en los mercados bancarios (o una estructura de mercado distinta de la de competencia perfecta) incluso empieza a contar con evidencia empírica que la cuestiona abiertamente. De este modo, en algunos trabajos se señala que la concentración en el mercado bancario reduce el ritmo de crecimiento del sector industrial en su conjunto, pero no el de aquellos sectores que tienen una mayor dependencia de la financiación externa, ya que para estos sectores la concentración bancaria facilita el establecimiento de relaciones contractuales de largo plazo que facilitan el acceso a financiación (Cetorelli y Gambera, 2001: 646). Por otro lado, y desde la perspectiva de la eficiencia financiera, Williams y Gardener (2003) y Williams (2003) ofrecen evidencia empírica que refleja que las entidades bancarias regionales europeas muestran mayores niveles de eficiencia que aquellas otras que operan en mercados a escala nacional, y por este motivo insisten en la idea de que la existencia de un sistema bancario segmentado a nivel europeo (con un segmento paneuropeo y otro regional) no debe ser entendida como un aspecto negativo para el crecimiento económico. En la misma línea se pronuncia Carbó (2003), al poner de relieve la mayor especialización crediticia que tienen las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito en el contexto del sistema bancario español, y particularmente las de menor dimensión, lo cual resulta especialmente relevante en un contexto en el cual el crédito bancario desempeña una función primordial en la financiación de la actividad productiva.

La evidencia empírica disponible para el caso español revela, a pesar del intenso proceso de liberalización, la existencia de cierta segmentación en los mercados bancarios regionales en España. En un trabajo reciente, en el que se desarrolla una metodo-

logía alternativa para estudiar la competencia en los mercados bancarios y su evolución en el período 1986-1999, Carbó *et al.* (2003) concluyen que los mercados bancarios regionales en España se caracterizan por la existencia de una estructura de mercado próxima a la de competencia monopolística. Fuentelsaz y Gómez (1998) señalan que la liberalización financiera en España ha actuado reforzando la vocación regional de las cajas de ahorros (5), ya que la estrategia de expansión territorial a escala nacional sólo ha sido seguida por las entidades de mayor dimensión, mientras que para las entidades de menor dimensión la expansión territorial ha tenido un marcado carácter defensivo, que persigue fortalecer la posición en su mercado local o la extensión a mercados colindantes (6). Por lo tanto, podríamos concluir que la existencia de una elevada especialización regional en el sector bancario español es fruto de una estrategia competitiva practicada de forma deliberada por parte de algunas entidades, y no el resultado indeseado de un mal funcionamiento de los mecanismos de mercado (información asimétrica) o de las diferencias en materia legislativa (segmentación institucional).

Con el propósito de identificar algunas de las principales variables explicativas de las diferencias regionales en materia financiera en España, se realizó un análisis factorial en el que se incluyeron variables relacionadas con la estructura financiera (las variables se detallan en el anexo). Los resultados de nuestro análisis exploratorio, que advertimos deben ser interpretados con cierta cautela (7), reflejan la existencia de cinco factores que explican más del 83 por 100 de la varianza total de la muestra (8). El primer factor explica algo más del 35 por 100 del total de la varianza. Dado que entre sus componentes sobresalen con signo negativo diversas variables indicativas del tamaño del sector bancario a escala regional, y con signo positivo otras que reflejan la existencia de mayores ratios de ineficiencia y márgenes bancarios, creemos que este factor podría reflejar las diferencias en materia de grado de desarrollo y competencia bancaria.

El segundo factor explica poco más del 20 por 100 de la varianza total, y fundamentalmente recoge la participación de las cajas de ahorros en el mercado bancario regional. Por su parte, el tercer factor explica casi el 11 por 100, y refleja el grado de dinamismo del mercado bancario regional, al ser influido positivamente por la tasa de crecimiento del crédito y de los depósitos durante el período 1994-2003, al tiempo que también refleja la estructura del mercado (en el factor también incide, negativamen-

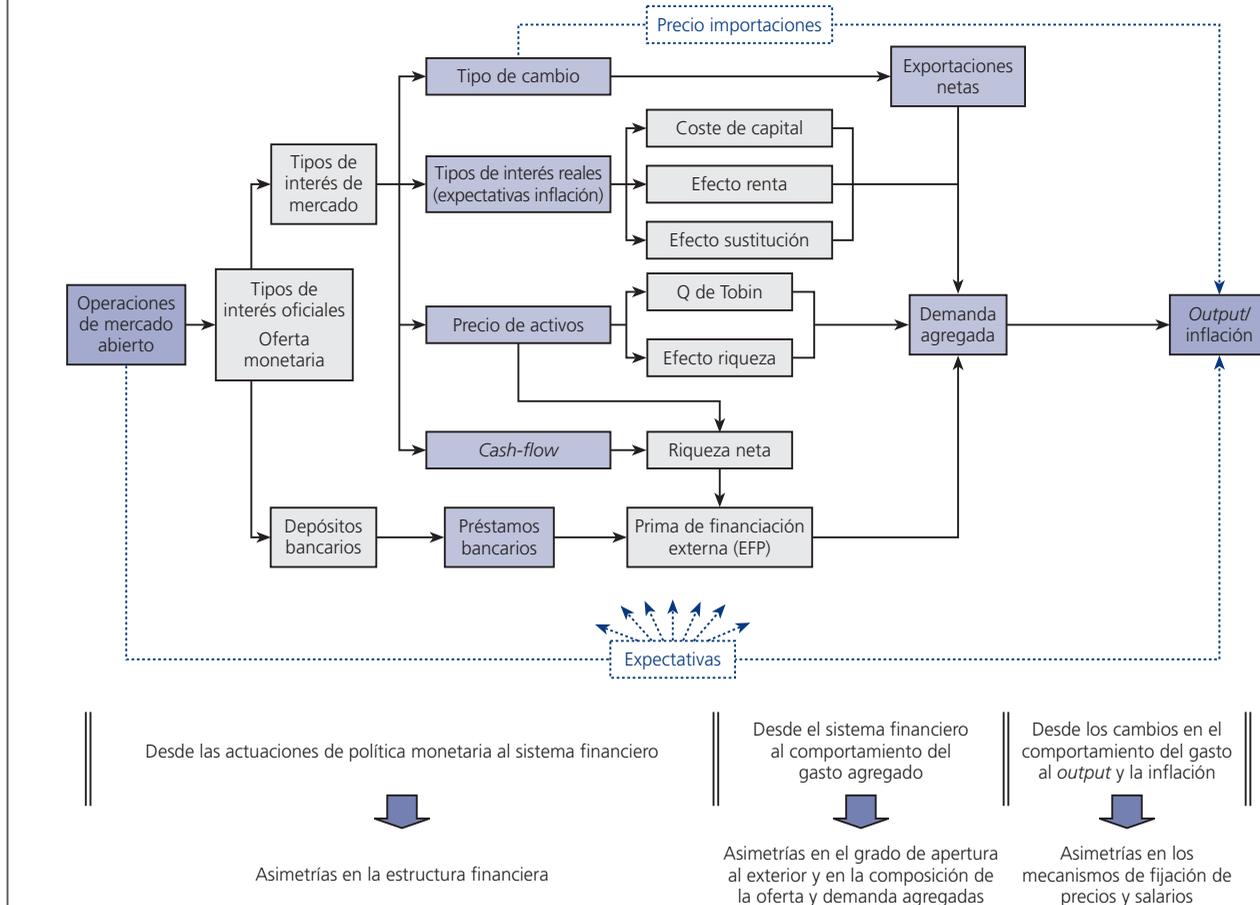
te, la cuota de mercado en materia de depósitos de la entidad de mayor dimensión). El cuarto factor explica menos del 9 por 100 del total de la varianza, y refleja la composición del pasivo de las entidades (está influido positivamente por los pasivos captados de clientes y negativamente por los pasivos captados de otras entidades de crédito). Por último, el quinto factor explica menos del 7 por 100, y en él incide exclusivamente el peso que tienen los intermediarios bancarios de ámbito regional.

En definitiva, los resultados del análisis factorial ponen de manifiesto que las diferencias regionales en materia financiera podrían sintetizarse en cinco factores, los cuales reflejan las diferencias regionales en materia de desarrollo y competencia financiera, la cuota de las cajas de ahorros en materia de depósitos y créditos, el grado de dinamismo del mercado de créditos, la estructura y la composición del balance de las entidades y la presencia de entidades de ámbito regional. En el apartado IV del trabajo se contrastará empíricamente si efectivamente estas diferencias resultan relevantes a la hora de explicar las distintas respuestas regionales ante los *shocks* monetarios nacionales.

### III. FUENTES DE ASIMETRÍAS REGIONALES EN EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIA

Existe una amplia literatura que trata sobre lo que se conoce como el *mecanismo de transmisión* de la política monetaria; es decir, la especificación de las vías a través de las cuales la economía responde ante determinados impulsos monetarios (Meltzer, 1995) (9). El supuesto básico subyacente en esta literatura es que se puede distinguir un lado real y otro financiero en la economía, constituyendo el mecanismo de transmisión la vía a través de la cual ambos lados se relacionan e interactúan. Ahora bien, en la práctica existen importantes discrepancias entre las diferentes escuelas de pensamiento económico en lo que respecta a la especificación concreta de aquél. Para algunos autores la forma a través de la cual los impulsos monetarios afectan a las variables reales es directa, mientras que para otros los efectos de los cambios monetarios sobre la economía actúan de una forma más complicada e indirecta, sin olvidar aquellos que incluso prefieren evitar el uso del término mecanismo de transmisión, en la medida en que consideran que los aspectos financieros y reales se encuentran entrelazados, y por ello resulta extremadamente difícil establecer una única (y unidireccional) cadena de causación entre ellos (10).

ESQUEMA 1  
PRINCIPALES VARIABLES TRANSMISORAS DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Padrón Marrero (2003).

Son muchas, por tanto, las vías que se señalan en la literatura económica a través de las cuales se pueden transmitir las acciones del banco central sobre el resto del sistema económico. A modo de síntesis, y sin ánimo de ser extensivos, en el esquema 1 se recogen los principales canales de transmisión. En él se identifican aquellas variables que, en principio, pueden resultar relevantes en el proceso de transmisión monetaria, y por tanto cruciales a la hora de analizar el impacto diferenciado que las acciones de política monetaria pueden tener sobre las diferentes regiones. Un análisis detallado nos permite clasificar las diferentes fuentes de asimetrías en cuatro grandes categorías: asimetrías en la estructura productiva, asimetrías en el grado de apertura, asimetrías en la estructura fi-

nanciera y asimetrías en los mecanismos de fijación de precios y salarios.

### 1. Diferencias en los mecanismos de fijación de precios y salarios

La existencia de diferencias en el grado de flexibilidad con el que operan los mecanismos de fijación de precios y/o salarios entre las distintas regiones españolas puede constituir una fuente de asimetrías en el mecanismo de transmisión monetaria. Si bien un *shock* de política monetaria podría generar un impacto restrictivo sobre el nivel de producción a medio plazo, la magnitud de éste podría variar de una región a otra en función de las mayores o me-

nores rigideces nominales (inflexibilidad de precios y/o salarios) encontradas en cada región.

## 2. Diferencias en la estructura productiva

Una de las posibles fuentes de asimetrías regionales en el mecanismo de transmisión monetaria es el que se desprende de la existencia de una mayor proporción de sectores sensibles a los cambios en los tipos de interés en una determinada región, lo cual ocasionaría, *ceteris paribus*, un mayor impacto recesivo de las elevaciones de los tipos de interés ocasionadas por una política monetaria restrictiva. Entendemos por sectores sensibles aquellos en los que la demanda de sus productos presente una elevada sensibilidad (elasticidad) ante variaciones en las condiciones monetarias (tipos de interés), como pueden ser los bienes de consumo duradero, o también aquellos otros que se caractericen por utilizar intensivamente el factor capital en su función de producción. Una forma de aproximarse a la cuantificación de este efecto sería mediante el estudio de la composición sectorial del empleo y/o la producción regional, con el ánimo de cuantificar el peso que a escala regional tienen tales sectores sensibles.

## 3. Diferencias en el grado de apertura

Las variaciones en los tipos de interés también pueden ocasionar un efecto sobre el componente exterior de la demanda agregada, siendo este efecto tanto más relevante cuando mayor sea la apertura exterior y la elasticidad precio de las exportaciones e importaciones. Por lo tanto, las diferencias regionales en materia de niveles de apertura comercial y elasticidad-precio de las funciones de exportación e importación también deben ser consideradas al analizar las asimetrías regionales en la transmisión de la política monetaria.

## 4. Diferencias en la estructura financiera

Como ya mencionamos en un apartado anterior, en los últimos años se ha despertado un interés creciente por el estudio del papel que desempeña la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria, fundamentalmente porque algunos autores señalan que las diferencias entre las estructuras financieras de las regiones que componen una economía podrían ocasionar un efecto diferenciado de la política monetaria nacional. A continuación se profundiza en algunos aspectos relacionados con la es-

tructura financiera que podrían ocasionar un efecto regional diferenciado de la política monetaria nacional.

### 4.1. Velocidad de transmisión de los tipos de interés

Un aspecto fundamental a considerar es en qué medida las actuaciones de la autoridad monetaria sobre los tipos de interés oficiales se trasladan al resto de tipos de interés, y en qué cuantía. En la práctica, se aprecia que la transmisión de este efecto al resto de mercados financieros (*pass-through*) puede no resultar inmediata ni completa, particularmente en los mercados de crédito. En este caso, la cuestión a analizar sería la de si existen diferencias regionales, tanto en términos de la velocidad como en la cuantía del ajuste, en la transmisión de las variaciones de los tipos de intervención hacia los tipos de los préstamos bancarios. Una forma de aproximarse a este aspecto sería cuantificando el peso que tienen los créditos a corto plazo en el conjunto del endeudamiento de los agentes en cada región, así como la proporción de préstamos a más largo plazo concertados con tipos de interés variables o revisables.

### 4.2. Situación financiera de los agentes

Otra posible fuente de asimetrías aparece cuando se estudia la composición del balance de las familias y empresas no financieras. Así, por ejemplo, es conocido que las variaciones en los tipos de interés influyen tanto sobre la renta disponible (efecto renta) como sobre la riqueza (efecto riqueza) y la capacidad de endeudamiento (canal del balance financiero) de los agentes, y que tales efectos pueden variar de una región a otra. El efecto renta dependerá de la posición financiera global de cada agente, que puede ser deudora o acreedora, así como del tamaño y composición de su endeudamiento (si se trata de endeudamiento a corto o largo plazo). Es más probable que los niveles de endeudamiento varíen de unas a otras regiones, así como su composición, por lo que resulta más probable que las variaciones en los tipos de interés tengan un efecto renta diferenciado regionalmente. Lo mismo podría decirse del denominado efecto riqueza, que contabiliza el efecto inducido que las variaciones en los tipos de interés pueden ocasionar sobre el valor de la riqueza real y financiera de los agentes. Las variaciones en los tipos de interés podrían desencadenar cambios en los precios de muchos activos reales (bienes inmuebles, por ejemplo) y financieros. En la medida en que éstos formen parte de la riqueza de los individuos, las actuaciones de la autoridad moneta-

ria pueden inducir cambios en sus decisiones de gasto. La mayor o menor relevancia del efecto riqueza vendría determinada por la mayor o menor variabilidad de los precios de los activos en los que los agentes depositan su riqueza. En esta ocasión, las posibles diferencias regionales vendrían ocasionadas por las diferencias tanto en el volumen de riqueza financiera, lo cual estaría correlacionado con el propio nivel de renta (y capacidad de ahorro), como en su composición (peso de activos reales y financieros cuyos precios muestran una mayor volatilidad).

Adicionalmente, el canal del balance financiero señala que unos mayores tipos de interés reducirían el *cash-flow* y el valor de la riqueza neta de las empresas, así como el valor de sus garantías crediticias y su propia solvencia financiera. Este empeoramiento de la posición financiera de los prestatarios podría inducir un recrudescimiento en las condiciones y posibilidades de obtener financiación ajena.

#### 4.3. Disponibilidad de crédito bancario

De acuerdo con el denominado canal del crédito bancario, las autoridades monetarias pueden incidir en la oferta de crédito intermediado si, a través de sus medidas de política monetaria, son capaces de influir sobre las reservas bancarias. Ahora bien, este canal crediticio puede manifestarse de forma heterogénea entre las distintas entidades bancarias (oferta) y los diferentes demandantes de crédito (demanda). Por el lado de la oferta, se podría argumentar que las medidas restrictivas tendrán un efecto mucho menor en aquellas regiones en donde las entidades bancarias dispongan de los medios necesarios para «saltarse» tales restricciones, ya sea por disponer de un importante «colchón» de títulos en su cartera para poder obtener liquidez a corto plazo, o porque pueden acceder a los mercados interbancarios nacionales, internacionales, o a su banco matriz. Por lo tanto, se podría concluir que las regiones que dispongan de sistemas bancarios más desarrollados resultarán menos afectadas por las medidas restrictivas de política monetaria. Desde la óptica de la demanda, es probable que la reducción en la oferta de crédito afecte, fundamentalmente, a los agentes que no disponen de otras alternativas de financiación distintas al crédito bancario. Teniendo en cuenta ambos argumentos, las medidas restrictivas de política monetaria se dejarían sentir más en aquellas regiones cuyas entidades se vieran más negativamente afectadas por las medidas restrictivas del banco central, y en las que, al mismo tiempo, los demandantes de fondos dependan en mayor me-

da del crédito bancario. Por lo tanto, y resumiendo nuestro argumento, las asimetrías regionales en este caso vendrían explicadas por las desigualdades regionales en materia de desarrollo bancario (factor de oferta) y de dependencia financiera respecto del crédito bancario (factor de demanda).

#### 4.4. Preferencia por la liquidez

La preferencia por la liquidez es uno de los factores determinantes tanto de la oferta como de la demanda de crédito (Rodríguez Fuentes y Dow, 2003: 975), pues influye no sólo en la disposición de las entidades bancarias para proporcionar financiación (oferta), sino también en la disposición de los inversores para endeudarse (demanda). Por este motivo, resulta difícil determinar las causas últimas que explican las variaciones en la disponibilidad de crédito regional, en la medida en que, por ejemplo, una reducción del volumen de crédito disponible en una región podría ser el resultado de: a) una menor disposición de los bancos a prestar en esa región (factor de oferta); b) una «fuga» del ahorro regional hacia otros mercados exteriores en búsqueda de activos e inversiones financieras menos arriesgadas para los ahorradores locales, y c) una menor disposición por parte de los inversores (factor de demanda) a endeudarse (invertir) en esa región, independientemente de que las instituciones bancarias estuviesen dispuestas a prestar fondos en ella. Lo relevante en este caso sería estudiar la influencia que las acciones de política monetaria ejercen sobre la preferencia por la liquidez de los agentes, así como las posibles variaciones que a escala regional podrían registrarse, que a buen seguro existen, si bien somos conscientes de lo extremadamente difícil que puede resultar su contrastación empírica (11).

## IV. EL PAPEL DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN LOS EFECTOS REGIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA: UNA APLICACIÓN AL CASO ESPAÑOL

En este apartado se presenta evidencia empírica sobre el impacto regional diferenciado que ha tenido la política monetaria en España durante el período 1988-1998, así como del papel desempeñado por diversas variables de tipo financiero en la explicación de tales diferencias. Nuestro análisis empírico se ha desarrollado en tres etapas. En la primera etapa llevamos a cabo la identificación de los *shocks* de política monetaria. A continuación, en la segunda etapa analizamos la incidencia de los *shocks* monetarios nacionales sobre la actividad económica de las

distintas regiones españolas. Por último, en la tercera etapa se buscan posibles explicaciones a las respuestas regionales diferenciadas ante los *shocks* monetarios nacionales.

### 1. Identificación de los *shocks* monetarios

En línea con gran parte de la literatura empírica reciente sobre el mecanismo de transmisión monetaria, hemos optado por la modelización VAR para identificar los *shocks* de política monetaria. La amplia profusión que recientemente ha tenido la metodología VAR es debida en gran parte a su capacidad para generar hechos estilizados respecto a la dinámica seguida por un determinado conjunto de variables ante innovaciones ortogonales al modelo. Esto la convierte en una metodología especialmente útil para comparar las reacciones de diversas variables (por ejemplo, el *output* y los precios) ante un determinado *shock* (por ejemplo, de política monetaria).

El vector de variables endógenas de nuestro modelo VAR contiene, por este orden, el índice de producción industrial nacional, el índice de precios al consumo nacional, el tipo de interés interbancario alemán, el agregado monetario M3 nacional, el tipo de interés de los depósitos no transferibles a tres meses nacional y el tipo de cambio efectivo real. También hemos incorporado, además de una constante y una tendencia, un indicador de los precios internacionales de las materias primas, con el propósito de controlar por posibles *shocks* externos.

Nuestra representación VAR ha sido estimada en niveles, lo que nos permite controlar la posible existencia de relaciones de cointegración. Todas las variables están expresadas en logaritmos, excepto los tipos de interés. Los datos han sido extraídos del *Boletín Estadístico* del Banco de España, y tienen una frecuencia mensual. El período de estimación considerado se extiende desde enero de 1988 hasta diciembre de 1998. El cálculo de los test AIC y SC aconsejó una estructura de retardos igual a 2. Por último, el *shock* de política monetaria lo hemos identificado a través del método de descomposición de Cholesky, con las variables ordenadas tal y como fueron detalladas anteriormente (12).

Si bien es cierto que la metodología VAR ha jugado un papel decisivo en la evaluación del impacto de la política monetaria en el sistema económico, no deja de padecer algunas limitaciones asociadas tanto al método para valorar los *shocks* monetarios como a la dificultad de recoger convenientemente

ciertos comportamientos de las autoridades monetarias. En concreto, nos referimos a la actitud *forward-looking* que las teorías modernas de la política monetaria asignan a los bancos centrales (Clarida *et al.*, 1999, y Svensson, 1999). Bajo este comportamiento, el *policy maker* toma decisiones sobre la base de información esperada dentro de un número definido de meses o trimestres. Diversos autores han optado por esta perspectiva al evaluar la actuación de los bancos centrales bajo el razonamiento de que aproxima de manera más realista su comportamiento (Clarida *et al.*, 1998 y 2000, y María-Dolores, 2002).

Por este motivo, y con el propósito de contrastar la robustez de nuestros resultados, hemos optado también por identificar el *shock* monetario a través de la estimación de una función de reacción, en línea con las propuestas realizadas por autores como Clarida *et al.*, (1998, 1999 y 2000), Svensson (1999) y María-Dolores (2002). En nuestro caso, la expresión estimada es la que sigue:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)[\alpha + \beta \pi_{t+k} + \gamma X_{t+p} + \lambda X_t] + \varepsilon_t$$

la cual es el resultado de combinar una regla de Taylor lineal (13) con una regla de ajuste parcial autorregresiva de primer orden (14) que trata de recoger la tendencia de la autoridad monetaria al alisamiento de los tipos de interés. El vector  $X$  representa un conjunto de variables observables que pueden afectar a las decisiones de tipo de interés, independientemente de su poder predictivo sobre la evolución de la inflación y del *output-gap*, y entre las que se incluirían, por ejemplo, las variaciones del tipo de cambio o tipos de interés extranjeros. El método de estimación empleado ha sido el Método Generalizado de los Momentos (MGM) (15). Debido a la posible existencia de problemas de heterocedasticidad y autocorrelación, se ha empleado el método de Newey y West en el cálculo de los errores estándar. Asimismo, se calcula el estadístico  $J$  de Hansen para controlar por la posibilidad de sobreidentificación.

Se probaron diferentes horizontes de predicción, alcanzándose los mejores resultados en los casos  $k = 3 \cap p = 3$  y  $k = 6 \cap p = 3$ . Debido a la importancia que los acuerdos de tipo de cambio tuvieron durante el período analizado en la política monetaria española, parecía conveniente añadir en la función de reacción alguna variable que pudiera reflejar esta contingencia. Siguiendo a Clarida *et al.* (1998) y María-Dolores (2002), se probó la variación del tipo de cambio nominal peseta/marco y la del tipo de interés a corto plazo (tres meses) en el mercado mo-

GRÁFICO 1  
**SHOCKS MONETARIOS**



netario alemán ( $i_{Al}$ ). El tipo de cambio nominal no resultó ser estadísticamente significativo en ninguna de las especificaciones probadas. El tipo de interés alemán resultó ser estadísticamente significativo tan sólo en el caso  $k = 6$  y  $p = 3$ , por lo que tomamos esta especificación como preferida.

En el gráfico 1 se realiza una comparativa entre los *shocks* monetarios obtenidos a través de la metodología VAR (*shock*-VAR) y los derivados a partir de la función de reacción (*shock*-FR). En concreto, la representación se refiere en ambos casos al *shock* acumulado, que proporciona una imagen más estable de las decisiones exógenas de política monetaria. Los perfiles temporales mostrados por ambos *shocks* son bastante similares, aunque se observa una volatilidad algo mayor en el derivado a través de la función de reacción, especialmente durante la «tormenta monetaria» experimentada por el Sistema Monetario Europeo (SME) a comienzos de la década de los noventa.

## 2. Respuestas regionales ante los *shocks* monetarios nacionales

Apoyándonos en el trabajo de Peersman y Smets (2002) para identificar las respuestas regionales ante los *shocks* de política monetaria (16) se ha estimado la si-

guiente expresión, que relaciona la evolución de la actividad económica en cada región con su comportamiento pasado y con el *shock* monetario acumulado:

$$ipi_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{12} \beta_j \cdot ipi_{i,t-j} + \gamma_i \cdot shock_{t-1} + \eta_{i,t}$$

donde  $ipi_{i,t}$  es la tasa de crecimiento (mensual) del Índice de Producción Industrial (IPI) de la región  $i$ ,  $shock_{t-1}$  es el *shock* de política monetaria acumulado que hemos obtenido con anterioridad, y  $\eta_{i,t}$  es un término de error (17).

En el cuadro n.º 1 se recogen los valores estimados de la respuesta de la tasa de crecimiento del IPI regional ante un *shock* monetario ( $\gamma_i$ ), habiéndose ordenado las distintas comunidades autónomas (CC.AA.) según su grado de sensibilidad ante los cambios inesperados operados en las condiciones monetarias. Tal y como puede apreciarse, la respuesta del ritmo de avance de la actividad económica ante un *shock* monetario contractivo es, en todos los casos, negativa. Por otro lado, pueden apreciarse ciertas regularidades entre ambas clasificaciones. En concreto, puede comprobarse cómo hay un primer grupo de regiones (Castilla-La Mancha, Baleares, Extremadura, Andalucía y Murcia) que se caracterizan por una menor sensibilidad ante cambios operados en las condiciones monetarias generales. En el

CUADRO N.º 1

RESPUESTA DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS ANTE UN *SHOCK* MONETARIO ( $\gamma$ )

Shock-FR		Shock-VAR	
Castilla-La Mancha .....	-0,0240	Murcia .....	-0,0007
Baleares .....	-0,0523	Baleares .....	-0,0040
Extremadura.....	-0,0748	Extremadura .....	-0,0172
Andalucía.....	-0,0941	Andalucía .....	-0,0285
Murcia .....	-0,1135	Castilla-La Mancha.....	-0,0390
Canarias.....	-0,1231	Galicia .....	-0,0763
Madrid.....	-0,1671	Aragón .....	-0,0813
Galicia.....	-0,2074 **	Asturias .....	-0,0953
Asturias.....	-0,2281 **	Valencia .....	-0,1015
Cantabria .....	-0,2434 **	Madrid.....	-0,1131
Aragón.....	-0,2601 **	Navarra.....	-0,1251
Cataluña .....	-0,2609 **	Castilla y León.....	-0,1293
Valencia .....	-0,2623 **	Cataluña.....	-0,1308
Navarra .....	-0,2968 **	Cantabria.....	-0,1428
Castilla y León.....	-0,3332 *	Canarias .....	-0,1553
País Vasco .....	-0,3345 **	País Vasco .....	-0,1691
La Rioja.....	-0,4347 **	La Rioja.....	-0,3956 **
Test de Wald = 24,7941 (0,0735)		Test de Wald 17,2552= (0,3693)	

(\*) y (\*\*) denotan que los coeficientes son estadísticamente significativos al 1 y 5 por 100, respectivamente.

caso opuesto se encuentra el País Vasco y, sobre todo, La Rioja. El grado de respuesta que presentan Castilla y León, Navarra, Valencia y Cataluña también es relativamente elevado. El resto de regiones se encontrarían en una situación intermedia (18). Con todo, los resultados obtenidos parecen indicar que existen diferencias en cuanto a la sensibilidad de las distintas CC.AA. ante los *shocks* de política monetaria, lo que podría interpretarse como un resultado de la existencia de asimetrías en el mecanismo de transmisión monetaria a escala nacional. Para valorar formalmente esta posibilidad, hemos calculado el test de Wald bajo la hipótesis nula de igualdad de la respuesta de la actividad económica en cada región a los *shocks* monetarios. Los resultados obtenidos (cuadro n.º 1) sugieren el rechazo de la hipótesis nula cuando se emplea el *shock*-FR, no pudiéndose aceptar esta misma condición en el caso del *shock*-VAR. No obstante, incluso en este último caso, si en lugar de imponer la hipótesis nula de igualdad en la respuesta a la totalidad de comunidades españolas lo hacemos por subgrupos, encontramos evidencia a favor de la existencia de asimetrías regionales en el impacto de la política monetaria.

### 3. Explicación de las respuestas regionales

A continuación, y con el propósito de identificar algunas de las variables que podrían explicar la he-

terogeneidad encontrada en la respuesta de las regiones españolas ante las actuaciones del Banco de España, se estimaron distintas regresiones de corte transversal (cuadro n.º 2), tanto para las respuestas estimadas empleando el *shock*-VAR como para aquellas obtenidas a partir del *shock*-FR. En líneas generales, los resultados obtenidos con el *shock*-FR son siempre mejores que los obtenidos con el *shock*-VAR. Además, en todas las especificaciones se suele mantener un mismo conjunto de variables explicativas: *FBCVAB*, *APER*, *EMP6*. Es de destacar que los signos de los parámetros estimados para estas variables se mantienen invariables, independientemente del resto de variables explicativas incluidas en el modelo y del tipo de *shock* monetario empleado.

La variable *FBCVAB* ha sido incluida para recoger el comportamiento inversor de cada región. Nuestros resultados revelan la existencia de una relación positiva entre la respuesta regional ante un cambio en las condiciones monetarias generales y la tasa de inversión, de tal forma que a medida que aumenta el esfuerzo inversor a escala regional disminuye la contracción en la actividad industrial tras una medida de política monetaria restrictiva (19). También hemos considerado conveniente incorporar en el modelo la tasa de apertura regional (*APER*), pues esta variable suele ser considerada como un posible factor explicativo de las asimetrías en la transmisión monetaria. La interpretación habitual del canal de

CUADRO N.º 2

## MODELOS ESTIMADOS

	MODELO 1		MODELO 2		MODELO 3		MODELO 4		MODELO 5	
	FR	VAR								
CTE	6,1648 (3,98)	2,5678 (1,32)	6,1784 (3,69)	2,6460 (1,26)	4,7714 (3,06)	0,2940 (0,18)	6,6511 (4,47)	2,9267 (1,46)	5,1753 (3,82)	0,6346 (0,39)
FBCVAB	0,7823 (1,42)	-0,0953 (-0,14)	0,7874 (1,32)	-0,0659 (-0,09)	1,1178 (2,13)	0,4522 (0,79)	0,9515 (1,80)	0,0297 (0,04)	1,3494 (2,92)	0,6475 (1,17)
APER	-0,3842 (-4,05)	-0,1986 (-1,67)	-0,3845 (-3,86)	-0,2002 (-1,60)	-0,3259 (-3,61)	-0,1035 (-1,05)	-0,4830 (-4,44)	-0,2715 (-1,85)	-0,4330 (-4,74)	-0,1938 (-1,77)
EMP6	-7,0650 (-3,91)	-2,7219 (-1,20)	-7,0867 (-3,53)	-2,8467 (-1,13)	-5,5040 (-3,04)	-0,1745 (-0,09)	-6,9853 (-4,11)	-2,6631 (-1,16)	-5,2394 (-3,37)	0,04860 (0,03)
DEPR3	-0,2384 (-1,68)	-0,2702 (-1,52)	-0,2359 (-1,41)	-0,2561 (-1,22)	-0,1611 (-1,21)	-0,1442 (-1,00)	-0,2720 (-2,01)	-0,2950 (-1,62)	-0,1912 (-1,66)	-0,1696 (-1,22)
ENTINONAC	—	—	0,0057 (0,03)	0,0329 (0,16)	—	—	—	—	—	—
ACTTTD	—	—	—	—	-1,7626 (-1,96)	-2,8764 (-2,93)	—	—	-1,9581 (-2,53)	-3,0412 (-3,23)
INEFICI	—	—	—	—	—	—	-1,2427 (-1,59)	-0,9171 (-0,87)	-1,4270 (-2,22)	-1,2034 (-1,56)
R <sup>2</sup> .....	0,7350	0,3546	0,7350	0,3559	0,8038	0,6371	0,7847	0,3964	0,8685	0,7081
R <sup>2</sup> ajustado.....	0,6466	0,1395	0,6145	0,0631	0,7146	0,4722	0,6869	0,1221	0,7896	0,5329
Log <i>likelihood</i> .....	24,60	20,72	24,60	20,73	26,63	21,68	26,37	21,29	30,92	27,47
Durbin-Watson.....	2,48	2,32	2,48	2,31	2,71	2,56	2,75	2,53	2,62	2,07

transmisión del tipo de cambio sugiere que cuanto mayor sea el grado de apertura de una economía mayor resultará la contracción de su actividad tras una medida de política monetaria contractiva, debido a que es precisamente en las economías más abiertas en donde la previsible apreciación cambiaria generará un efecto mayor sobre sus exportaciones netas. Los resultados de nuestras estimaciones parecen sugerir que esta interpretación es perfectamente aplicable al caso español: las regiones que presentan un mayor grado de apertura comercial son las que exhiben una mayor sensibilidad ante las actuaciones de la autoridad monetaria. Por último, la tercera variable que conforma la estructura básica de todas las especificaciones mide el peso relativo que tienen dentro del tejido productivo regional las empresas con menos de seis trabajadores (*EMP6*). En principio, y de acuerdo con la literatura teórica sobre el canal del crédito, cabe esperar que las empresas de menor dimensión puedan acceder a un conjunto de alternativas de financiación ajena mucho más restringido que las empresas de mayor tamaño. Expresado en otros términos, es previsible que sean las pequeñas y medianas empresas las que

presenten una mayor dependencia del crédito bancario, y que, por tanto, tras un aumento en los tipos de interés, sean las que se enfrenten a una mayor reducción en sus posibilidades de financiación y, por añadidura, su actividad se resienta más. Los resultados obtenidos para el caso de las regiones españolas parecen validar esta hipótesis, en la medida en que son las comunidades con predominio de pequeñas empresas las que presentan una mayor sensibilidad ante los *shocks* de política monetaria (20).

Sobre la base de esta estructura básica, hemos ido incorporando algunas variables de naturaleza financiera que podrían resultar, a priori, relevantes a la hora de entender la falta de uniformidad en la respuesta regional ante los impulsos de política monetaria (cuadro n.º 2). En primer lugar, en el modelo 1 hemos incorporado la cuota de mercado de las tres primeras entidades en términos de depósitos (*DEPR3*), con el propósito de recoger el grado de competencia (o poder de mercado) existente en los mercados de crédito regionales. Esta variable siempre aparece con signo negativo: cuanto mayor sea el grado de concentración en el mercado de depó-

sitos mayor resultará la contracción experimentada por la actividad industrial regional tras un *shock* de política monetaria contractiva. Esto sugiere que, en contextos de competencia imperfecta (mayores valores de *DEPR3*), las entidades financieras pueden trasladar más fácilmente a los tipos de las operaciones de activo los cambios en las condiciones monetarias generales (21).

A continuación, en el modelo 2 hemos incluido también el peso relativo que tienen las entidades de intermediación financiera que operan en un ámbito no nacional (*ENTINONAC*). En principio, los resultados sugieren que las entidades de ámbito regional actúan como un amortiguador que evita que los cambios en las condiciones monetarias generales se trasladen completamente a sus clientes (22). Esto podría deberse a que las entidades de ámbito regional tienen un especial interés en mantener la solvencia de su cartera de clientes y establecer con ellos relaciones contractuales de largo plazo, y no sólo porque estas entidades tienden a concentrar su actividad crediticia en su mercado regional, sino también porque el crédito bancario suele ser uno de los principales componentes de su activo (negocio bancario). A este argumento podría añadirse el que los bancos regionales suelen aprovechar mejor la «información blanda» que se genera para la entidad bancaria en la concesión de un préstamo, debido a que su estructura organizativa resulta menos jerárquica que la de las instituciones de mayor dimensión (Williams, 2003). No obstante, esta explicación debe tomarse con cautela, en la medida en que los resultados obtenidos para esta variable en el modelo 3 distan mucho de ser estadísticamente significativos.

En el modelo 3 hemos contemplado la posibilidad de que la estructura del activo de las entidades de crédito pueda resultar relevante a la hora de entender el mecanismo de transmisión monetaria. Para ello, hemos añadido a la representación del modelo 1 el peso relativo de los títulos de deuda pública y de otras obligaciones públicas en el activo de las entidades de intermediación (*ACTTTD*). Esta variable resulta ser estadísticamente significativa y aparece con signo negativo, lo que contradice claramente la denominada teoría del *buffer stock*. Este resultado podría explicarse por un comportamiento conservador de las entidades bancarias durante las etapas de «dinero caro». De este modo, esta variable, en vez de suavizar el *shock* monetario, lo que hace es amplificarlo, al comportarse la entidad de un modo incluso más conservador en sus operaciones de activo. Además, también hay que tener en cuenta que el aumento de la cotización de los títulos de deuda pú-

blica podría incluso producir un efecto *crowding out*, al atraer nuevos inversores debido al auge de tales mercados, y provocar de ese modo una cierta expulsión de la inversión privada.

En el modelo 4 hemos incorporado la ratio de los gastos de explotación de las entidades de intermediación financiera sobre sus márgenes ordinarios (*IN-EFICI*), en un intento por analizar en qué medida el grado de eficiencia con el que operan las entidades de crédito influye sobre el mecanismo de transmisión. En principio, la evidencia encontrada sugiere que los mayores niveles de ineficiencia conducen a una mayor contracción de la actividad económica tras un *shock* monetario restrictivo (23).

Por último, en el modelo 5 se han incorporado todas las variables que en los anteriores modelos resultaban significativas desde el punto de vista estadístico, confirmándose, en líneas generales, los mismos resultados obtenidos en los modelos anteriores.

## V. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se estudia el papel que desempeña la estructura financiera regional en la transmisión de la política monetaria, al tiempo que se proporciona cierta evidencia empírica que revela la existencia de importantes diferencias entre las estructuras financieras de las distintas comunidades autónomas españolas. Estas diferencias se podrían sintetizar en cinco factores, los cuales se relacionan con los distintos niveles de desarrollo financiero, cuota de mercado de las cajas de ahorros, grado de dinamismo del mercado de crédito, estructura y composición del balance de las entidades y presencia de entidades de ámbito regional.

Asimismo, el análisis empírico desarrollado en el trabajo ha puesto de relieve que las diferencias regionales en materia financiera han podido desempeñar un papel central en la explicación del impacto regional diferenciado de la política monetaria en España.

## NOTAS

(1) Véase, por ejemplo, los trabajos pioneros de GOLDSMITH (1969) y GURLEY y SHAW (1967).

(2) DE BANDT y DAVID (1999), DANTHINE *et al.* (1999), SCHMIDT (1999), DE BONDY (2000), MACLENNAN, MUELLBAUER y STEPHENS (2000), PADOA-SCHIOPPA (2000), KLEIMEIER y SANDER (2001) y CABRAL, DIERICK y VESALA (2002) ofrecen evidencia empírica sobre este particular.

(3) Véase KASHYAP y STEIN (1997), CECCHETTI (1999), DE BONDY (2000), y RODRIGUEZ FUENTES y DOW (2003).

(4) Véanse, por ejemplo, CECCHINI (1988) y Comisión Europea (1990).

(5) Véase también GALMÉS (1998) y CARBÓ *et al.* (2000 y 2003).

(6) Si bien entre 1985 y 2001 se reduce notablemente el porcentaje de entidades bancarias que concentraban el 95 por 100 de sus oficinas en una comunidad autónoma, todavía en 2001 más del 75 por 100 de las cajas de ahorros siguen operando exclusivamente en tres comunidades, mientras que para los bancos la cifra se reduce al 36 por 100 (véase RODRÍGUEZ FUENTES *et al.*, en prensa).

(7) Además de por las propias limitaciones que pudieran derivarse del análisis factorial realizado, esta apelación explícita a la «cautela» se justifica porque buena parte de los datos empleados para realizar este análisis factorial están referidos a un período muy concreto (1995-2000), y en ocasiones a años concretos (año 2000).

(8) La matriz de componentes se encuentra a disposición de los interesados, previa petición a los autores.

(9) Algunas referencias recientes son BLANCHARD (1990), MILES y WILCOX (1991), MISHKIN (1995, 1996 y 2001) y HANDA (2000).

(10) Desde esta perspectiva, se postula que la especificación concreta del mecanismo de transmisión depende de aspectos tales como el grado de desarrollo económico y financiero alcanzado por una economía, así como de su «estado» actual y esperado (expectativas y respuestas de los agentes), por lo que los mecanismos alternativos propuestos por las diferentes escuelas de pensamiento podrían resultar apropiados dependiendo de unas u otras circunstancias.

(11) MINSKY (1982) analiza los cambios que se producen en la política crediticia (preferencia por la liquidez) de las entidades bancarias a lo largo de las distintas fases del ciclo económico, así como la incidencia de las actuaciones del banco central sobre aquélla. En nuestro caso, resultaría necesario, además, analizar su incidencia sobre los demandantes de crédito, así como las variaciones que se pudieran registrar a escala regional en una y otra.

(12) Al proceder de esta forma, estamos suponiendo que las acciones no anticipadas de política monetaria no tienen un impacto contemporáneo sobre el *output* (índice de producción industrial) y los precios.

(13) La regla de Taylor es una función de reacción del tipo  $i_t^* = \bar{i} + \beta [E_t(\pi_{t+k}) - \pi^*] + \gamma E_t(x_{t+p})$  donde  $i^*$  es el tipo de intervención determinado por la autoridad monetaria,  $\bar{i}$  el tipo de interés nominal de equilibrio de largo plazo,  $\pi$  es la tasa de inflación interanual,  $\pi^*$  la inflación objetivo y  $x$  el *output gap* (calculado como la diferencia entre el nivel de producción actual y su nivel potencial).  $E_t$  es el operador esperanza en función de la información disponible en el momento  $t$ .

(14) Una forma sencilla de recoger la tendencia al alisamiento de los tipos de interés de los bancos centrales es mediante una regla de ajuste parcial autorregresiva de primer orden del tipo  $i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho) i_t^* + v_t$ . La especificación incluye un *shock* aleatorio exógeno ( $v_t$ ) sobre el tipo de interés, que suponemos se distribuye como un proceso aleatorio ruido blanco. La interpretación de este *shock* es un elemento clave en nuestra estrategia. Diversas alternativas han sido consideradas en diferentes trabajos empíricos, entre los que se incluyen los de CLARIDA *et al.* (1998) y CHRISTIANO *et al.* (1999). El término  $v_t$  puede estar reflejando cambios en las preferencias de los bancos centrales, la incapacidad de controlar los tipos de interés cuando se producen *shocks* en los mercados de reservas o acciones de política monetaria intencionadas que difieren del comportamiento sistemático de la autoridad monetaria. Este último concepto es especialmente relevante por dos motivos. En primer lugar, porque puede interpretarse como un movimiento de política monetaria exógeno e inesperado de la autoridad monetaria. En segundo lugar, porque muestra un gran parecido con el tipo de información extraída de la estimación de los VAR.

(15) Para la estimación de nuestra función de reacción a través del MGM explotamos el siguiente conjunto de condiciones de ortogonalidad:  $E[\varepsilon_t/\Omega_t] = E[i_t - \rho i_{t-1} - (1 - \rho)[\alpha + \beta \pi_{t+k} + \gamma x_{t+p} + \lambda X_{t,j}/\Omega_t] = 0$  donde  $\Omega_t$  es un vector de variables que representa el conjunto de información que emplea el banco central a la hora de predecir la evolución futura de la inflación y el *output gap*.

(16) Debido a limitaciones en los datos, las estimaciones para las comunidades autónomas se realizan para el período que abarca desde octubre de 1991 hasta diciembre de 1998.

(17) Debido a la posible existencia de correlación contemporánea, la expresión se estimó mediante el método SUR (*seemingly unrelated regressions*).

(18) Canarias aparece como un caso especial, en la medida en que su clasificación varía mucho dependiendo de que nos fijemos en uno u otro criterio.

(19) No obstante, hay que señalar que la tasa de inversión regional no puede ser considerada como una variable representativa del grado de sensibilidad regional ante los *shocks* de política monetaria, y que hubiese sido preferible emplear una variable que reflejara el peso de los bienes de capital en la producción regional (por ejemplo, a través de la ratio *output/capital*, o *capital/trabajo* en los distintos sectores productivos de la región). Sin embargo, nuestro desconocimiento sobre la disponibilidad de tal tipo de información estadística nos obligó a emplear la tasa de inversión.

(20) Estos resultados se mantienen cuando, en vez de utilizar *EMP6* utilizamos el peso relativo que presentan las empresas con menos de diez empleados (*EMP10*) o el número medio de trabajadores por empresa (*TAM*), aunque en este último caso el signo es positivo: cuanto mayor es la dimensión media de las empresas que conforman el tejido productivo de una región menor es el grado de respuesta ante una contracción monetaria.

(21) El mismo resultado se alcanza cuando en lugar de *DEPR3* empleamos la cuota de la primera entidad en términos de depósitos (*DEPR1*).

(22) Cuando en lugar de *ENTINONAC* empleamos el peso que tienen las cajas de ahorros en el crédito intermediado regional (*CAJACRED*), el resultado alcanzado es similar: cuanto mayor es el peso de las cajas en el sistema bancario menor es la respuesta de la actividad económica regional ante un endurecimiento de las condiciones monetarias generales. No obstante, y al igual que sucede con *ENTIREG*, este resultado dista mucho de ser estadísticamente significativo, por lo que hay que tomarlo con mucha cautela.

(23) Este mismo resultado lo encontramos cuando, en lugar de la variable *INEFICI*, empleamos otras ratios expresivas de la situación de balance de las entidades bancarias, como el margen de intermediación (*MI*) o el margen ordinario (*MO*).

## BIBLIOGRAFÍA

- BLANCHARD, O. J. (1990), «Why does Money Affect Output?: A Survey», en FRIEDMAN, B. M., y HAHN, F. H. (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. II, Elsevier Science.
- BRANSON, W. (1990), «Financial market integration, macro-economic policy and the EMS», en BLISS, C., y BRAGA, J. (eds.), *Unity with diversity*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CABRAL, I.; DIERICK, F., y VESALA, J. (2002), «Banking integration in the Euro area», *Ocasional Paper Series*, n.º 6, European Central Bank, Frankfurt.
- CARBÓ VALVERDE, S. (2001), «Balance financiero de las regiones españolas», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 161: 133-141.
- (2003), «Los mercados bancarios regionales: una especie a proteger», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 173: 129-135.
- CARBÓ VALVERDE, S.; LÓPEZ DEL PASO, R., y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2000), «La concentración regional y provincial del sector bancario en España (1986-1999)», *Cuadernos de Información Económica*, número 159: 83-93.
- (2003), «Medición de la competencia en mercados bancarios regionales», *Revista de Economía Aplicada*, n.º 32: 5-33.

- CARBÓ VALVERDE, S.; HUMPHREY, D., y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2003), «Deregulation, banking competition and regional growth», *Regional Studies*, vol. 37, n.º 4: 321-330.
- CARBÓ VALVERDE, S.; RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F., y LÓPEZ DEL PASO, R. (2000), «La competencia en el sector bancario español. Una aproximación regional», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 84-85: 268-280.
- CECCHETTI, S. G. (1999), «Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism», *NBER working paper series*, número 7151.
- CECCHINI, P. (1988), *The European challenge: 1992: the benefits of a single market*, Aldershot.
- CETORELLI, N., y GAMBERA, M. (2001), «Banking market structure, financial dependence and growth: international evidence from industry data», *Journal of Finance*, vol. LVI, n.º 2: 617-648.
- CHICK, V., y DOW, S. C. (1988), «A post Keynesian perspective on the relation between banking and regional development», en ARESTIS, P. (ed.), *Post Keynesian Monetary Economics. New Approaches to Financial Modelling*: 219-250, Edward Elgar, Aldershot.
- CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M., y EVANS, C. (1999), «Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?», en TAYLOR, J., y WOODFORD, M. (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, capítulo 2, Elsevier Science Publishers, Nueva York.
- CLARIDA, R.; GALÍ, J., y GERTLER, M. (1998), «Monetary policy rules in practice: some international experience», *European Economic Review*, volumen 42: 1033-1067.
- (1999), «The science of monetary policy: a new Keynesian perspective», *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n.º 4: 1661-1707.
- (2000), «Monetary policy rules and economic stability: evidence and some theory», *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXV, número 1: 147-180.
- COMISIÓN EUROPEA (1990), «One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union», *European Economy*, n.º 44, octubre.
- DANTHINE, J. P.; GIAVAZZI, F.; VIVES, X., y VON THADDEN, E. L. (1999), «The future of European banking», *Monitoring European Integration*, n.º 9, CEPR.
- DE BANDT, Oliver.; David, y PHILIP, E. (1999), «A cross-country comparison of market structures in European banking», *European Central Bank, Working Paper Series*, n.º 7, septiembre.
- DE BONDT, Gabe J. (2000), *Financial Structure and Monetary Transmission in Europe. A Cross-Country Study*, Edward Elgar, Cheltenham.
- DÍAZ-ROLDÁN, C., y MONTERO, A. (2001), *Las reglas de política monetaria en la actuación del Banco de España: 1978-1998*, FEDEA, Estudios Economía Española, n.º 97, abril.
- FUENTELSAZ LAMATA, L., y GÓMEZ VILLASCUERNA, J. (1998), «Liberalización y ámbito geográfico de actuación: un análisis para las cajas de ahorros», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 74-75: 190-201.
- GALMÉS BELMONTE, S. (1998), «La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre: 41-65.
- GOLDSMITH, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- GOODHART, C. A. E. (1987), «Monetary base», en Eatwell, J. et al. (eds.), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. MacMillan, Londres, volumen 3: 500-502.
- GURLEY, J. G., y SHAW, E. S. (1967), «Financial structure and economic development», *Economic Development and Cultural Change*, vol. 15, número 3: 257-268.
- HANDA, J. (2000), *Monetary Economics*, Routledge, Londres y Nueva York.
- KASHYAP, A. y STEIN, J. (1997), «The role of banks in monetary policy: a survey with implications for the European Monetary Union», *Federal Bank Chicago, Economic Perspectives*.
- KING, R. G., y LEVINE, R. (1994), «Intermediación financiera y desarrollo económico», en MAYER, C., y VIVES, X. (eds.), *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV y CEPR, Bilbao.
- KLEIMEIER, S., y SANDER, H. (2001), «European financial market integration: Evidence on the emergence of a single eurozone retail banking market» (mimeo).
- MACLENNAN, D.; MUELLBAUER, J., y STEPHENS, M. (2000), «Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU» (mimeo).
- MARÍA-DOLORES, R. (2002), «Asymmetries in the cyclical effects of monetary policy on output: some European evidence», FEDEA, *Documento de Trabajo DEFI*, n.º 02-04, mayo.
- MARTÍNEZ PEÓN, A., y SAURINA SALAS, J. (2000), «La distribución regional y los determinantes del riesgo de crédito en España», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 84-85: 180-191.
- MELTZER, A. H. (1995), «Monetary, credit and (other) transmission processes: A monetarist perspective», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4: 49-72.
- MILES, D., y WILCOX, J. (1991), «The money transmission mechanism», en GREEN, C. J., y LLEWELLYN, D. T. (eds.), *Surveys in Monetary Economics*, Blackwell.
- MINSKY, H. P. (1982), *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Wheatsheaf.
- MISHKIN, F.S. (1995), «Symposium on the monetary transmission mechanism», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4: 3-10.
- (1996), «The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy», *NBER Working Paper*, n.º 5464, febrero.
- (2001), «The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy», *NBER Working Paper*, n.º 8617, diciembre.
- MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. (1958), «The cost of capital, corporation finance, and the theory of investments», *American Economic Review*, volumen 48: 261-297.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (2000), «Is a euroland banking system already emerging?» (mimeo).
- PADRÓN MARRERO, D. (2003), «Fuentes de asimetrías en la transmisión de la política monetaria. Evidencia para algunas economías de la UE» (mimeo), Departamento de Economía Aplicada, Universidad de La Laguna.
- PEERSMAN, G., y SMETS, F. (2002), «The industry effects of monetary policy in the Euro Area», *European Central Bank, Working Paper Series*, n.º 165.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J., y DOW, S. C. (2003), «EMU and the regional impact of monetary policy», *Regional Studies*, vol. 37, n.º 9: 973-984.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J.; PADRÓN MARRERO, D., y OLIVERA HERRERA, A. (en prensa), «Integración monetaria y segmentación regional de mercados bancarios», *Revista de Estudios Regionales* (trabajo aceptado para su próxima publicación en la revista).
- SCHMIDT, R. H. (1999), «Differences between financial systems in European Countries: consequences for EMU», *Universität Frankfurt* (mimeo).
- SVENSSON, L. (1999), «Monetary policy issues for the Eurosystem», *IIES Seminar Paper*, n.º 667, mayo.
- WILLIAMS, J. (2003), «La competitividad de la banca regional en la Europa del euro», en DONGES, J. B. (coord.), *El sistema financiero en la Europa del euro*, Fundación ICO, Madrid.
- WILLIAMS, J., y GARDENER, E. P. M. (2003), «The efficiency of European regional banking», *Regional Studies*, vol. 37, n.º 4: 321-330.

## ANEXO

## VARIABLES RELEVANTES DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA REGIONAL UTILIZADAS EN EL ANÁLISIS FACTORIAL

## A) Grado de «desarrollo financiero» regional

Nfinan	Porcentaje empleo rama instituciones financieras en total economía y total de servicios, respectivamente. Año 1995. <i>Fuente:</i> Servicio de Estudios del BBVA	Se trata de variables que reflejan el peso que tiene el sector financiero en la estructura productiva regional, así como indicadores del nivel de desarrollo financiero
Nfinser	Porcentaje empleo asalariado rama instituciones financieras en total economía y total de servicios, respectivamente. Año 1995. <i>Fuente:</i> Servicio de Estudios del BBVA	
N2finan	Porcentaje de VAB rama instituciones financieras en total economía y total servicios, respectivamente. Año 1995. <i>Fuente:</i> Servicio de Estudios del BBVA	
N2finser	Porcentaje de VAB rama instituciones financieras en total economía y total servicios, respectivamente. Año 1995. <i>Fuente:</i> Servicio de Estudios del BBVA	
Vfinan	Habitantes, depósitos y créditos por oficina bancaria, respectivamente. Año 2000. <i>Fuente:</i> Banco de España e INE	
Vfinanser	Depósitos y créditos por habitante	
Habofi	Ratio créditos sobre depósitos. Año 2000. <i>Fuente:</i> Banco de España	
Depofi		
Creofi00		
Dephabi		
Crehab		
Cre/dep		

## B) Estructura y dinámica del mercado bancario (depósitos y créditos) regional

Depr1	Cuota de mercado de la primera (R1) y tres primeras (R3) entidades en términos de depósitos, respectivamente. Año 1999. <i>Fuente:</i> Carbó <i>et al.</i> (2000)	Variables que reflejan la estructura del mercado (concentración) y su dinámica reciente (crecimiento del mercado de créditos y depósitos bancarios)
Depr3	Tasa de crecimiento de depr1 y depr3 entre 1986 y 1999	
Credepr1	Tasa de crecimiento de los créditos y depósitos bancarios entre 1994 y 2003, respectivamente. <i>Fuente:</i> Banco de España	
Credepr3	Morosidad bancaria. <i>Dummy</i> calculada a partir de Martínez y Saurina (2000)	
Cre9403		
Dep9403		
Moro		

## C) Cuota de mercado de las entidades con «orientación regional»

Cajadep	Cuota de las cajas y bancos en materia de depósitos y créditos, respectivamente. Año 2000. <i>Fuente:</i> Banco de España	Variables que reflejan el peso que tienen los intermediarios financieros de ámbito eminentemente local
Bancodep		
Cajacred		
Bancocred		
Enti80reg	Porcentaje de entidades regionales y no regionales, respectivamente, en la región. Año 2000. <i>Fuente:</i> Rodríguez Fuentes <i>et al.</i> (en prensa)	
Enti80nonac		

## D) Ratios bancarias significativas (\*)

Ac (ttd+obpu)	Porcentaje títulos deuda pública y otras obligaciones públicas en el activo. Año 2000.	Variables que reflejan la estructura del pasivo y del activo de las entidades, así como otros ratios relevantes que indirectamente podrían proporcionar información sobre el tipo de negocio que desarrollan
Act (acc+parti)	Porcentaje acciones y otras participaciones en entidades no financieras en el activo. Año 2000	
Paencre	Porcentaje recursos pasivos captados de entidades de crédito. Año 2000	
Pascli	Porcentaje recursos pasivos captados de clientes (depósitos). Año 2000	
MI	Margen de intermediación sobre total activos	
Com	Comisiones sobre total activo	
MO	Margen ordinario sobre total activos	
Inefici	Ratio «Gastos de explotación/margen ordinario»	
ROA	Beneficios antes de Impuestos sobre total activo	

(\*) Las variables incluidas en este bloque fueron calculadas a partir de los datos individuales de las entidades que operan en cada región. La asignación se hizo utilizando dos criterios alternativos. El primero consistió en calcular el valor regional promediando los valores de las entidades que representaban el 80 por 100 de las oficinas bancarias en la región. En el segundo criterio el promedio se calculó ponderando los valores de cada entidad por su cuota de oficinas en la región (en la nomenclatura de las variables, en este caso se le añaden las siglas «pp» a continuación de su nombre).

## Resumen

El desarrollo de los mercados de capitales y el avance de la tecnología de la información han propiciado que los organismos profesionales hayan apostado firmemente por la aplicación del *fair value* como criterio principal de valoración para los instrumentos financieros. En este artículo se analiza este criterio valorativo en su relación con el cumplimiento de los requisitos de relevancia y fiabilidad de la información financiera, y se lleva a cabo una revisión de las evidencias empíricas más importantes que han puesto de relieve las implicaciones de la aplicación del *fair value* en las entidades de depósito.

*Palabras clave:* *fair value*, entidades de depósito, relevancia y fiabilidad.

## Abstract

The development of capital markets and the advances made in information technology have led to professional organizations leaning strongly towards the application of fair value as the primary criteria for assessing financial instruments. This article analyses such evaluation criteria in relation to compliance with the relevance and reliability requirements of financial information, reviewing the most pertinent empirical evidence highlighted by the implications of the application of fair value in deposit-taking institutions.

*Key words:* fair value, deposit-taking institutions, relevance and reliability.

*JEL classification:* G21.

# EL *FAIR VALUE* Y LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

Antonio M. LÓPEZ HERNÁNDEZ  
Manuel Pedro RODRÍGUEZ BOLÍVAR

Universidad de Granada

## I. INTRODUCCIÓN

LOS avances en la globalización de los mercados de capitales, en la tecnología de la información, en la gestión del riesgo financiero, y en la utilización de nuevos derivados financieros y otros instrumentos financieros complejos han dado lugar, fundamentalmente, a una transformación del entorno de los negocios y de la forma de inversión. Estos hechos han puesto de manifiesto la necesidad de reflexionar sobre los criterios tradicionales de reconocimiento y medida de los instrumentos financieros en los sistemas de información contable.

En la actualidad, los organismos profesionales más representativos, tales como el FASB (1999) y el IASB (1999 y 2000), están apostando por la aplicación del *fair value*, o valor razonable, como criterio principal de valoración de este tipo de instrumentos. Puede decirse que la principal ventaja que destacan estos pronunciamientos para la introducción del valor razonable en los estados financieros viene delimitada por el incremento de relevancia que sufre la información financiera elaborada bajo este criterio respecto al coste histórico.

Tampoco es menos cierto que la aplicación del *fair value*, y sus efectos en los estados financieros de las entidades de depósito, adquieren especial relevancia si tenemos presente que la negociación de instrumentos financieros se convierte en una de las princi-

pales actividades desarrolladas por estas entidades. De hecho, el sector bancario ha sido uno de los principales usuarios de la información financiera que se ha consultado, sobre todo en los países anglosajones, antes de la introducción del *fair value* en los estados financieros (véase Joint Working Group —JWG—, 2000 e Institute of Chartered Accountants in New Zealand —ICANZ—, 2000). Así las cosas, en este artículo nos centramos en la aplicación del *fair value* a las entidades de depósito por dos motivos fundamentales: a) las instituciones financieras, particularmente los bancos, han sido y son el centro de debate sobre la contabilidad a *fair value*, y b) los instrumentos financieros son muy significativos en las operaciones bancarias y en los informes financieros.

Ahora bien, el incremento de la relevancia de la información financiera se ha visto algunas veces reñido con la disminución de su fiabilidad. Esta circunstancia ha llevado, como un efecto destacable de la aplicación del *fair value* a las entidades financieras, a la introducción de una mayor volatilidad en las cifras del balance, dependiendo, en gran medida, de las prácticas de cobertura realizadas por aquéllas (Jackson y Lodge, 2000: 109).

Siendo esto así, han sido varios los estudios empíricos desarrollados que han intentado conocer el efecto particular de la introducción del *fair value* en el sector bancario, sobre todo estadounidense-

se. La mayoría de ellos se han centrado en conocer el efecto que podría representar la aplicación del *fair value* en las fluctuaciones del valor de las acciones de las entidades financieras (Barth, 1994; Nelson, 1996; Barth *et al.*, 1996). Otros han buscado conocer la utilidad de la información financiera elaborada bajo criterios de *fair value* contrastándola con la obtenida bajo coste histórico, a través, básicamente, del análisis del cumplimiento de las características cualitativas de la información financiera (Razaei y Lee, 1995).

En España, el análisis de la aplicación del *fair value* a los instrumentos financieros y el análisis particular de su incidencia en las entidades financieras adquiere connotaciones ciertamente diferentes a las ya comentadas en el ámbito anglosajón. Nuestro mercado de valores, si bien podría calificarse de desarrollado atendiendo a su volumen de oferta y contratación, no presenta las mismas características de liquidez y eficiencia que presenta el mercado norteamericano. Esto podría implicar la introducción de una mayor volatilidad en los estados financieros de las entidades de depósito españolas, sobre todo si tenemos en cuenta que no existe un único valor de mercado de los instrumentos financieros y que la prima de riesgo asociada a éstos tiene bastantes dosis de subjetividad.

Ante este panorama, el presente artículo pretende contribuir al análisis de las implicaciones que el *fair value* puede tener en el cumplimiento de las características de relevancia y fiabilidad, reflexionando sobre su aplicación particular a las entidades financieras. Para conseguir nuestro objetivo, y tras un estudio teórico de la incidencia del *fair value* en las características cualitativas mencionadas, ofrecemos una revisión de las prin-

cipales conclusiones que se derivan de evidencias empíricas obtenidas sobre los efectos de la utilización de este método valorativo en el sector bancario. Finalmente, se muestran un conjunto de reflexiones que se desprenden de la investigación realizada, aportando nuestra visión particular del tema.

## II. IMPLICACIONES CONCEPTUALES DEL *FAIR VALUE* EN LA RELEVANCIA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA

Las grandes limitaciones que presenta la aplicación del coste histórico en los estados financieros para representar la imagen fiel de la empresa han hecho que la profesión contable se haya cuestionado la posibilidad de su sustitución por otros criterios valorativos más acordes con la naturaleza del elemento patrimonial objeto de valoración. Entre estas limitaciones se encuentra el que no refleje los cambios de valor de los activos financieros cuando cambian las tasas de interés de mercado (Beatty, 1995), manteniéndose de esta forma un tratamiento contable asimétrico respecto a las pérdidas y beneficios que redundan finalmente en una menor utilidad y transparencia de la contabilidad (Ebling, 2001).

Para Beatty (1995), las ganancias así generadas por los activos financieros no se ven reconocidas hasta tanto no se realizan, haciendo que el coste histórico sea irrelevante, frente al *fair value*, que sí las reconoce. No obstante, esta opinión no es compartida por los representantes de la banca británica ni del International Banking Associations Accounting Committee (IBAAC) quienes indican que en el caso particular de los préstamos con un interés fijo pactado con los clientes, el *fair*

*value* no atendería a la sustancia económica de la transacción, pues reconocería beneficios/pérdidas de acuerdo con los movimientos del mercado financiero a corto plazo, sin tener en cuenta cuándo se ha ido generando el ingreso o pérdida correspondiente a dicho préstamo (Chisnall, 2000; IBAAC, 2001).

Una limitación añadida a la valoración a coste histórico es el convencimiento existente de que este modelo valorativo oscurece las pérdidas económicas subyacentes, haciendo que las instituciones financieras con problemas sigan operando en el mercado sin ninguna intervención del organismo regulador correspondiente (Shaffer, 1994; Bernard *et al.*, 1995).

Teniendo presentes las anteriores limitaciones del coste histórico, los principales organismos emisores de normas contables han mantenido en sus pronunciamientos la supremacía del *fair value*, frente al coste histórico, para reflejar una información financiera más relevante como ventaja esencial de la aplicación de este criterio valorativo a los instrumentos financieros. Aun cuando la aplicación del *fair value* se está extendiendo a otros elementos de los estados financieros, el incremento de relevancia experimentado por la información financiera es quizá más palpable para el caso particular de la aplicación de este método valorativo a los activos financieros objeto de negociación. Esta tendencia creciente de recoger en los estados financieros un número cada vez más amplio de activos a *fair value* tiene su explicación en que los usuarios de la información financiera encuentran una información fundamental al analizar el rendimiento económico de la entidad (García y Zorio, 2002: 61).

Ahora bien, no es la primera vez que teoría y práctica no avanzan juntas. Este criterio se fundamenta en unos supuestos que, en general, no se corresponden totalmente con la realidad. La aplicación plena del *fair value* supondría, de manera ineludible, la existencia de mercados perfectos, donde los compradores y vendedores pudieran acudir libremente a efectuar sus transacciones. Sólo así podría obtenerse directamente un valor neutral (Wahlen *et al.*, 2000), objetivo y fiable de la estimación de su valor hipotético de venta/cancelación, de forma que, mediante su utilización, llegaría a cumplirse plenamente el requisito de relevancia sin menoscabo alguno del de fiabilidad, dando lugar a una nueva situación óptima patrimonial respecto a la actualmente existente con el coste histórico.

No obstante, aun habiéndose desarrollado considerablemente el funcionamiento de los mercados, y sobre todo los financieros, la existencia de mercados perfectos no es precisamente una realidad, ya que existen varios mercados para un determinado producto o activo financiero, se posee información privilegiada por parte de determinados agentes económicos, etc. En definitiva, una serie de distorsiones que dan lugar a que los activos y pasivos negociados en estos mercados, por lo general, carezcan de un único valor de referencia.

Además, como se pone de manifiesto en el documento del FASB (1999, pfo. 4), «...será frecuentemente necesario utilizar modelos de valoración, algunos de los cuales tendrán que ser desarrollados internamente. La aplicación de algunos de estos modelos es probable que sean complejos y requerirán internamente asunciones e información desarrollada, los cuales son, por su naturaleza, subjetivos».

Así, ante la ausencia de mercados perfectos para la valoración a *fair value*, los distintos organismos profesionales han señalado algunas indicaciones para proceder a su estimación en aquellos instrumentos financieros y derivados que carezcan de este tipo de mercados (véase cuadro n.º 1).

Si hacemos referencia a los activos financieros que no son objeto de negociación, crece aún más la incertidumbre sobre dicha valoración. En estos casos, los elaboradores, auditores y usuarios de la información financiera necesitarán continuar para desarrollar y mejorar el coste de eficiencia de los métodos de determinación (y suministro de convicción) de *fair values* fiables de los instrumentos financieros no negociados en mercados de intercambio o de intermediación. El juicio será una parte crítica del proceso de valoración, dando lugar a que personas competentes lleguen a diferentes estimaciones de *fair value* para instrumentos idénticos (Lucas, 2000: 1).

Todo lo anterior se traduce en un decremento de la fiabilidad de la información financiera que habrá de tenerse en cuenta en caso de imponerse este criterio, y cuya incidencia será tratada en el siguiente apartado.

A lo comentado debe añadirse que muchas veces es frecuente que no se disponga de manera oportuna de la valoración necesaria para aplicársela a los instrumentos financieros. Aparece, de esta forma, el incumplimiento de la característica de oportunidad, siendo ésta considerada por los marcos conceptuales más representativos como una característica asociada a la relevancia, bien como componente de la misma (FASB, 1980, pfs. 56-57), bien como una restricción a aplicar a la información financiera.

En cualquier caso, merece una atención especial, ya que, como se ha puesto de manifiesto previamente, la consideración temporal está implícita en la propia definición del *fair value* como criterio de valoración, hasta el punto de que éste no puede entenderse sin la presencia de aquélla. De hecho, el coste histórico podría interpretarse como el valor razonable de un determinado elemento en el momento de su adquisición. Como quiera que el *fair value* principalmente está basado en el valor de mercado, y éste no se mantiene invariable a lo largo del tiempo, parece lógico pensar que los usuarios externos demandarán con mayor periodicidad información financiera para conocer los cambios experimentados en la situación patrimonial de la entidad.

Quiere decirse pues que, si la información suministrada por las entidades no es continua o, cuando menos, no se acorta la periodicidad de su elaboración y suministro, el *fair value* no estaría aportando ventaja alguna a los usuarios, y sin embargo podría suponer un detrimento en el grado de cumplimiento de otras características cualitativas tan importantes como la fiabilidad. No sería de extrañar entonces que los usuarios de la información contable mantuvieran sus preferencias en la elaborada con base en el coste histórico.

A propósito de facilitar el cumplimiento de la característica de oportunidad, la distribución de información financiera vía Internet se está proponiendo hoy día como una posible solución, lo que contribuiría a la efectiva aplicación del *fair value*. Como se destaca en una de las conclusiones extraídas del informe publicado por el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) sobre el impacto de la tec-

CUADRO N.º 1

JERARQUÍA DE CRITERIOS PARA LA DETERMINACIÓN DEL *FAIR VALUE* EN LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

	ORDEN JERÁRQUICO	
	FASB	IASB
Existen precios de mercado en mercados activos	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Valores de cotización de los instrumentos financieros</li> <li>2. El precio más reciente para una partida idéntica</li> <li>3. El precio más reciente para una partida con el mismo o similar modelo de flujos de caja</li> <li>4. Si la entidad tiene acceso a más de un mercado, el precio más ventajoso</li> </ol> <p><b>Consideraciones</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ajustes de precios: <ul style="list-style-type: none"> <li>— Sólo si no es representativo del precio de venta actual en el mercado y si se dispone de la mejor información posible</li> <li>— No deberían ser ajustados por factores de lote o por primas de control</li> </ul> </li> <li>2. El ejercicio del precio de una opción no debería representar el valor de mercado actual de la partida a la que esté asociada.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Valores de cotización de los instrumentos financieros</li> <li>2. El precio más reciente para una partida idéntica</li> <li>3. El precio medio de mercado cuando se han compensado las posiciones de activos y pasivos financieros</li> </ol> <p><b>Consideraciones</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Cuando el volumen de mercado es relativamente pequeño, puede que sea posible disponer de cotizaciones de lotes grandes de esos instrumentos financieros</li> </ol>
No existen precios de mercado o el mercado no es activo	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Valor actual de los flujos de caja.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Si existen mercados para las partes componentes de un instrumento financiero, el <i>fair value</i> se construirá a partir de los precios de mercado que sean relevantes al caso concreto</li> <li>2. Cuando existen precios de mercado de instrumentos financieros similares, construir a partir del precio de mercado del instrumento con características similares</li> <li>3. Técnicas de estimación utilizadas para la valoración de los instrumentos financieros, tales como el análisis de los flujos descontados de caja y los modelos de valoración de opciones</li> </ol>

Fuente: FASB (1999 y 2000) e IASB (1999).

nología en la información contable corporativa, existe una tendencia a abandonar el concepto clásico de periodicidad de la información, sustituyéndolo por el nuevo concepto de *reporting* continuo, cercano al de *reporting* en tiempo real (Trites, 1999).

A la vista de lo comentado, sería interesante preguntarse hasta qué punto resultaría positiva la

aplicación del *fair value* en los estados financieros y a quién podría beneficiar. En este sentido, a nuestro entender, y desde el punto de vista de la teoría de la agencia, la información financiera con base *fair value* será netamente positiva para los inversores aun cuando, en general, los demás usuarios de la información pudieran sufrir mermas en su percepción de utilidad de la información suministrada.

Algunos organismos destacan también la utilidad que puede reportar esta información a los acreedores; sin embargo, pensamos que éstos podrían tener ciertos reparos a su aplicación. Como quiera que sea, el *fair value* dará lugar, en condiciones normales, a la aparición en los estados financieros de unos beneficios no realizados que, con base en el coste histórico, no estaban siendo reconocidos. Esto

permitirá a las entidades aumentar su cifra de resultados hasta tanto no se liquiden los instrumentos financieros, lo que puede originar, en caso de reparto de éstos, una disminución de los fondos propios de la entidad.

Así pues, la exactitud en la estimación del valor realizada, la finalidad perseguida con la tenencia de los activos financieros y el tiempo que medie entre la mencionada valoración y la efectiva negociación de tales activos se convierten en aspectos de gran importancia en la aplicación del *fair value*.

No cabe duda de que en aquellos países o áreas económicas con una dilatada experiencia de internacionalización de la economía, con mercados de valores desarrollados jugando un papel fundamental para la financiación de las entidades, los inversores adquieren prioridad dentro del grupo de usuarios de la información contable. Y es en este contexto donde la aplicación del *fair value* puede dar lugar a la presentación de una información más relevante y apreciada por el conjunto de los usuarios. Sin embargo, en otras áreas económicas no tan desarrolladas, la introducción del *fair value* podría encontrar una mayor dificultad.

Por tanto, abogamos por una aplicación no indiscriminada de este criterio valorativo, aun cuando pueda suponer pérdida de uniformidad con respecto a otras entidades y pueda reducirse el nivel de normalización contable, que, en todo caso, debería desarrollarse siempre dentro de unos límites de homogeneidad económico-financiera de las propias entidades a las que va dirigida.

La traslación de esta conclusión al sector bancario podría aconsejar la introducción del *fair*

*value* inicialmente sólo en las grandes entidades financieras. Como señala Shaffer (1994), las grandes entidades financieras presentan unas características que las hace más propensas a la introducción del *fair value*. Así, tienden a estar especializadas en la concesión de préstamos de un mayor volumen respecto a las pequeñas entidades financieras, y éstos, además, suelen ser más líquidos y poseen una valoración en el mercado. Además, tienen personal especializado para poder estimar el *fair value* cuando éste no pueda obtenerse directamente del mercado. Finalmente, el control de las pequeñas entidades financieras está concentrado en un pequeño número de inversores, siendo menor el problema de la agencia y disminuyendo así su necesidad de la reforma contable.

Esta discriminación en la aplicación del *fair value* a las distintas empresas parece ser la dirección apuntada por la Comisión de la Unión Europea al proponer restringir la aplicación de este criterio valorativo a las pequeñas y medianas empresas (CUE, 2001: 5).

Para el estudio del caso particular español debería tenerse presente una serie de consideraciones. Por una parte, según establece AECA (1999, pfo. 29) en su marco conceptual, el análisis de los rasgos o aspectos del entorno de la norma contable hace que deba destacarse a los propietarios, actuales o potenciales, de la organización como unos de los principales usuarios de la información financiera. Es evidente que éstos esperan la continuidad de la organización y que, como AECA (1999, pfo. 354) reconoce, el sistema contable español se orienta al mantenimiento en unidades constantes (nominativo) del capital financiero aportado por los mismos.

En segundo lugar, el estado de desarrollo actual del mercado de valores español y el crecimiento experimentado últimamente por numerosas empresas, ya sea por su expansión o por fusión con otras a escala nacional e internacional, parece afirmar la creciente globalización de la economía española y plantea la necesidad de tener presentes a los inversores, en su condición de suministradores de recursos, como principales usuarios potenciales de la información financiera.

Por último, no quisiéramos dejar de señalar que, como aspecto particular de la aplicación este criterio, aparece la característica de no aditividad. Ijiri (1975: 92-93) lo expone claramente al indicar que: «En el caso del coste histórico, el coste histórico de los recursos de A y B juntos es por definición la suma de los costes históricos de A y de B. Generalmente, nosotros no tenemos esta aditividad en el *fair value*...»

...Es también sabido que el *fair value* de una entidad es bastante diferente de la suma de los *fair values* de los recursos que posee». Esto supone que los elementos son valorados de manera aislada sin tener en cuenta su interrelación dentro de la empresa, olvidando, de esta forma, la sinergia que pudiera existir en una valoración global de la misma.

En relación con lo anterior, y desde el punto de vista de la normativa contable española, podría verse afectado el principio de gestión continuada o de empresa en funcionamiento. De hecho, este principio se ha tomado por algunos autores (Sprouse, 1966: 113) como argumento para la introducción de los criterios de reposición en la valoración de activos. Otros, en cambio, han querido observar en él la justificación de la

introducción del coste histórico como método valorativo (Paton y Littleton, 1981: 9-11), al entender que la valoración no atiende a fines liquidativos y, por tanto, existe una mayor adecuación con los valores de entrada que con los de salida (dentro de los que se incluye el *fair value*). Asimismo, no faltan posturas que vienen a defender que las valoraciones de base presente o futura son más coherentes con la gestión continuada (Gonzalo y Gabás, 1985: 83).

### III. LA FIABILIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA ANTE LAS ESTIMACIONES DEL *FAIR VALUE*

La preocupación por la fiabilidad de la información financiera elaborada bajo criterios de *fair value* ha sido una constante desde el momento de ser propuesto como método valorativo. De hecho, algunos pronunciamientos han sido elaborados bajo la base de esta premisa. En cualquier caso, pensamos que, aun teniendo presente tal concepto, no se ha resuelto el problema, por lo que vamos a tratarlo dentro del presente apartado.

Hasta ahora, aun cuando hemos hecho referencia de manera indistinta a los activos y pasivos monetarios, nuestros comentarios se han centrado, básicamente, en la problemática que presentan los primeros. Como señala Lucas (2000: 1), para muchos instrumentos financieros los *fair values* pueden ser determinados con fiabilidad y a un coste razonable. Sin embargo, existe dificultad de valoración a *fair value* en determinados activos financieros, bien por la existencia de múltiples modelos de valoración (FASB, 1999, pfo. 4), bien por el carácter de no negociados de dichos activos.

Caso particular de activos bancarios que no han sido tradicionalmente negociados es el representado por los préstamos bancarios. Dado que las características de estos activos bancarios podrían dificultar su adaptación a la valoración a *fair value* por la inexistencia de un mercado secundario organizado, por la imposibilidad de valoración en mercado de toda su información relevante y, finalmente, porque las técnicas establecidas para su estimación presentan aún serios problemas metodológicos (ECB, 2001), los bancos americanos que han aplicado el SFAS 107 del FASB están aprovechando esta situación para exagerar el valor a *fair value* de los préstamos (Nissim, 2003). Esta actuación es más común en aquellos bancos que presentan una cartera pequeña de préstamos y que tienen un menor requerimiento de capital, un menor crecimiento del activo y una menor liquidez, así como en aquellos bancos que han experimentado un deterioro en la calidad de sus créditos (Nissim, 2003).

Para el caso de los pasivos financieros, la determinación de su valor razonable presenta asimismo problemas, ya que éstos son objeto de valoración en el mercado, normalmente, bien como un activo en poder del acreedor o bien por el importe que la entidad tendría que satisfacer a un tercero para que éste asumiese la obligación. Esta doble perspectiva puede generar discrepancias respecto al valor de mercado que debiera ser asociado a este tipo de elementos. Cabría preguntarse entonces si ambas valoraciones debieran coincidir o, en caso contrario, cuál de las dos opciones resultaría más relevante para los usuarios de la información contable.

A nuestro modo de ver, la valoración asociada por cada parte

de la relación debería ser la misma o muy próxima, ya que si el acreedor lo valora según valor de mercado de los activos financieros y el deudor al valor de mercado de los pasivos financieros, y la segunda difiere de la primera, se estaría produciendo una cierta inconsistencia del sistema contable en la valoración del mismo hecho económico. Por tanto, la valoración de activos y pasivos financieros debiera ser coincidente y, para aquellos casos en los que esta situación no se produjera, optamos por la primera opción, ya que el *fair value* se dirige a mostrar un valor de salida, siendo la enajenación una de las principales finalidades asociadas a los activos financieros negociados a corto plazo.

Por otra parte, en los distintos marcos conceptuales es habitual encontrar reseñadas la neutralidad o imparcialidad, la objetividad y la verificabilidad de la información contable como componentes principales de la característica de fiabilidad. Y queda fuera de toda duda que la aplicación del *fair value* puede afectar a estas subcaracterísticas de forma notable.

La primera se refiere a la imposibilidad de que la información financiera contenga sesgos significativos. Supone, en este sentido, una restricción en la actitud del contable, en tanto que le obliga a ser objetivo en sus apreciaciones a la hora de elaborar la información contable. Como señala AECA (1999, pfo. 141), «...requiere una actitud de independencia, análisis y juicio crítico».

Por su parte, la objetividad está muy relacionada con la anterior, pues prevé la utilización de mecanismos que impidan que se introduzcan criterios subjetivos en la elaboración de la información financiera. En general, se entien-

de que una información es objetiva si varios procesadores de información contable, registrando los mismos hechos económicos y utilizando las mismas normas, llegaran a conclusiones o resultados análogos.

Por último, la verificabilidad presenta como finalidad principal proporcionar un grado significativo de confianza de que la contabilidad describe lo que realmente quiere representar. Hace referencia a la capacidad de la información contable de poder ser sometida a determinados controles internos y externos. Los primeros se refieren a aquellos que se incorporan dentro del propio procesamiento de la información, mientras que los segundos salen del propio sistema, representado una garantía para los usuarios de la información contable del cumplimiento de las características cualitativas de la información financiera.

Analizada la concepción de estas características, y en una primera aproximación teórica, podría decirse que, por lo que a las dos primeras se refiere, el documento del FASB (1999, pfo. 3) apunta como una de las principales ventajas conceptuales del *fair value* como atributo de medida el que «...no está afectado por:

— La historia del activo o del pasivo. *Fair value* no depende de la fecha o coste al que fue adquirido o incurrido un activo o pasivo.

— La entidad específica que mantiene el activo o adeuda el pasivo. *Fair value* es lo mismo, no cambia para la entidad que tiene un activo o adeuda un pasivo, si ambas entidades tienen acceso a los mismos mercados y, para el caso de un pasivo, si tienen el mismo valor pendiente.

— El futuro del activo y del pasivo. Esto es, el *fair value* no depende de la disposición que se pretenda de un activo o pasivo.

Además, el *fair value* representa una medida imparcial que es consistente de año a año dentro de una entidad y entre entidades con el mismo acceso a mercados y el mismo valor pendiente de las deudas».

De lo anterior puede colegirse que la determinación del *fair value* no plantearía excesiva dificultad y, por tanto, la información elaborada bajo este criterio podría considerarse objetiva, consistente y neutral, si nos encontramos ante entidades que tienen acceso a los mismos mercados y éstos están suficientemente desarrollados. Ahora bien, este planteamiento puede encontrar bastantes limitaciones cuando, ya sea por ausencia o escaso desarrollo de los mercados, tratándose de instrumentos financieros, para su valoración sea necesario proceder a una actualización, encontrándonos entonces con distintos modelos para llevarla a cabo.

En cuanto a la verificabilidad de la información contable, podría verse mermada si no se introducen, al mismo tiempo, valores de referencia a los que dirigirse para la valoración de los distintos activos y pasivos financieros, ya que, al no existir una transacción jurídica que pueda servir de base valorativa, como ocurre con el precio de adquisición, es necesario el establecimiento de una medida estándar a la que acudir para verificar su aplicación. Como resulta lógico pensar, esto tendrá especial aplicación en la actuación auditora y en la confianza social puesta en la información contable por los distintos usuarios.

Lo comentado hasta el momento nos lleva a plantearnos el

desarrollo de un análisis más detallado de las implicaciones que puede representar la aplicación del *fair value* en la fiabilidad y sus subcaracterísticas. Para ello, creemos interesante centrar nuestros esfuerzos en los modelos de determinación de este criterio valorativo y su implicación en las mencionadas características de la información financiera.

En nuestra opinión, la propuesta de determinación del *fair value* pone una vez más de manifiesto la preferencia de los distintos organismos elaboradores de normas contables por los inversores y acreedores como principales usuarios de la información financiera, habiéndose inclinado por esta opción ante otras alternativas que pueden ser igualmente válidas. De hecho, en el propio fundamento o base de las medidas, ya expuestas, para su estimación nos topamos con un posible sesgo en la información, pues de la elección de unas u otras alternativas se desprenden distintas repercusiones en los estados financieros y, en consecuencia, en la imagen que la empresa está mostrando a los usuarios de la información (Rodríguez y López, 2002: 59).

Cuando nos adentramos en el análisis de estas medidas, constatamos que, en ausencia de valor de mercado del instrumento financiero, debiera acudirse primeramente al precio de mercado más reciente de un instrumento idéntico o similar. Aún cuando se determinan unas guías para conocer cuando nos encontramos ante un instrumento similar —véase el pfo. 61 del documento del FASB (1999)—, en la mayoría de los casos es necesario acudir al juicio personal de la persona encargada de elaborar la información contable. Así, es necesario evaluar los riesgos del instrumento financiero, los flujos de caja, etc. Por tan-

to, la aplicación del *fair value* a la contabilidad puede dar lugar a una menor imparcialidad y verificabilidad que la alcanzada con base en coste histórico.

Además, cabe la posibilidad de que exista más de un instrumento financiero que pueda presentar parecida similitud respecto del que se quiera estimar el *fair value*. En este caso, si dichos instrumentos financieros presentan distintos precios de mercado podría ocurrir que la administración de una sociedad eligiera la valoración de un activo de referencia, según sus propios intereses, distinta a la elegida por otra sociedad poseedora del mismo activo financiero, siendo ambas valoraciones igualmente admisibles. Esta situación perjudicaría la comparabilidad de la información financiera entre entidades poseedoras del mismo o similar activo financiero.

Por otro lado, es habitual que los instrumentos financieros que cotizan en mercados internacionales no lo hagan en uno solo, siendo negociados en distintos mercados al mismo tiempo. Éstos pueden presentar, a su vez, distintos rasgos o aspectos característicos (volumen de negociación, accesibilidad, etc.) que determinan, en gran manera, una distinta apreciación del mismo título. Ante esta circunstancia, el FASB (1999) señala, como ya se puso de manifiesto anteriormente, la regla general del precio más ventajoso.

A nuestro modo de ver, esta política contable adoptada por el FASB otorga mayor importancia a la uniformidad que a la imparcialidad de la información contable. La aplicación del *fair value* puede dar lugar a la aparición en los estados contables de unos beneficios no realizados que, con base

en el coste histórico, no estaban siendo reconocidos, lo que originaría, en caso de su reparto, una disminución de los fondos propios de la entidad. Esto nos lleva a pensar que, en nuestro país, enmarcado en el entorno continental europeo, donde el conservadurismo contable ha primado a la hora de la elección entre las distintas políticas contables, esta solución puede no encajar dentro del sistema contable actual. En igual disposición pueden encontrarse los auditores, con su tradicional visión *prudente* de los estados financieros de las empresas en orden al mantenimiento de capital y a la evaluación del principio de gestión continuada.

Por último, queremos detenernos expresamente en la posibilidad de aplicación del *fair value* a los bienes inmuebles, como muestra de la tendencia actual del IASB de aplicar el *fair value* a otro tipo de activos no financieros. En relación con la fiabilidad en la estimación del *fair value* en este tipo de bienes, Dietrich *et al.* (2000) realizaron un estudio empírico en el que se ponía de manifiesto: por un lado, las diferencias entre el coste histórico y las estimaciones del *fair value* respecto del precio de venta final de estos activos y, por otro, la fiabilidad del *fair value* dependiendo de que las estimaciones fueran realizadas por peritos externos o internos y de que los estados financieros fuera auditados por auditores de mayor o menor prestigio.

Respecto al primer punto, aunque evidenciaron que las estimaciones de *fair value* se subestimaban por debajo del precio de venta final en una media del 6 por 100, poniendo de relieve la actitud conservadora de los peritos, dejaron constancia de que eran unas medidas considerablemente menos parciales, y más exactas de los pre-

cios de venta, que la valoración basada a coste histórico. Estas infravaloraciones podrían indicar que o bien los administradores influyen en la subestimación para obtener un mayor beneficio en el momento de la venta del inmueble, o bien los propios peritos y auditores, ante el riesgo de que al final se vendan los activos por importe inferior al estimado y hubiera podido descapitalizarse la empresa, favorezcan esta menor valoración con criterio de prudencia.

En lo concerniente a la forma de llevar a cabo la estimación (peritos externos o internos) y a su posterior revisión (auditores de mayor o menor prestigio), se obtuvo evidencia de que las estimaciones realizadas por peritos externos, con independencia de quién las auditara, presentaban mayor fiabilidad y exactitud que las realizadas por peritos internos. Dentro de estas últimas estimaciones, las verificadas por auditores de mayor reputación presentaban mayor imparcialidad y exactitud que las efectuadas por auditores de menor prestigio.

Hasta aquí nos hemos referido a métodos de establecimiento de *fair value* a través de precios de mercado. Sin embargo, cuando éste no es observable, los organismos ya mencionados (FASB e IASB), recomiendan la utilización de distintos métodos de valoración, de entre los que se ha destaca el valor presente.

La subjetividad implícita en la determinación de este criterio se muestra en la estimación de las distintas variables necesarias para su cálculo. Como el propio FASB (2000, pfo. 38) señala, «la adopción del *fair value* como el objetivo de las mediciones a valor presente no imposibilita el uso de información y asunciones basadas en las expectativas de una entidad.

Desde un punto de vista práctico, una entidad que utiliza los *cash flows* en las mediciones contables frecuentemente dispone de ninguna o poca información sobre algunas o todas las asunciones que los participantes en el mercado utilizarían para la evaluación del *fair value* de un activo o pasivo. En aquellas situaciones, la entidad debe utilizar necesariamente la información que está disponible sin un coste o esfuerzo impropio en el desarrollo de las estimaciones de *cash flow*. La utilización de las propias asunciones de una entidad sobre el futuro de los *cash flows* es compatible con una estimación del *fair value*, mientras que no haya datos contrarios que indiquen que los participantes del mercado utilizarían asunciones diferentes. Si tales datos existen, la entidad debe ajustar sus asunciones para incorporar esa información de mercado».

De lo anterior se desprende la posibilidad que se brinda a las empresas de estimar los *cash flows* y, con ello, la posibilidad de manejar de manera indirecta la obtención de beneficios en ellas durante los distintos ejercicios en los que los instrumentos financieros permanezcan dentro de la organización. Qué duda cabe que, de ser así, la neutralidad y la verificabilidad de la información contable se ven gravemente mermadas. Igualmente, la posibilidad de que un mismo instrumento financiero pueda estar valorado de distinta forma en dos entidades similares merma la comparabilidad de la información (López y Rodríguez, 2003: 27).

A modo de síntesis, según venimos manteniendo, la aplicación del *fair value* como método valorativo para los instrumentos financieros presenta grandes problemas de fiabilidad, ya que, si bien la objetividad puede cum-

plirse al establecerse procedimientos uniformes para acudir a la estimación de este valor, la imparcialidad y la verificabilidad, así como la comparabilidad, pueden resultar de difícil articulación.

Esto se agrava aún más cuando no existen valores de mercado para los instrumentos financieros y hay que acudir a los distintos métodos o técnicas de estimación de valores tales como el valor presente. Se presenta, por tanto, un problema tanto para los usuarios de la información financiera como para los auditores en su trabajo de revisión contable, que ha sido abordado por la International Federation of Accountants (IFAC, 2000) mediante la elaboración de un documento al respecto.

#### IV. IMPLICACIONES DE LA VALORACIÓN A FAIR VALUE EN LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO: EVIDENCIAS EMPÍRICAS

Según se señaló, la introducción de la valoración a *fair value* en los instrumentos financieros adquiere especial relevancia para el sector bancario, ya que las inversiones en títulos valores comprende una gran parte del activo de las entidades financieras, y las diferencias entre las estimaciones del *fair value* y el coste histórico pueden llegar a ser sustanciales. Ante este panorama, y coincidiendo con las opiniones de Steel (1999), Barth *et al.* (2001) y García y Zorio (2002), pensamos que el análisis de los estudios empíricos dedicados a conocer las implicaciones del *fair value* para las entidades financieras podría tener especial interés tanto para el ámbito regulador, de cara al diseño de estrategias de armonización contable a fin de introducir el *fair value* en este ámbito como

para la comunidad financiera, a fin de conocer las principales implicaciones que dicho criterio valorativo podría presentar en los estados financieros de la banca española. Estos trabajos han pretendido poner de manifiesto las principales dificultades que podría acarrear la futura aplicación de este criterio valorativo, así como la relevancia que pueden adquirir las mediciones a *fair value* dentro de los estados financieros bancarios.

Comenzando con las debilidades que puede presentar la valoración a *fair value*, son dos las cuestiones que ocupan principalmente la preocupación de los bancos por la introducción de este criterio valorativo (Allatt, 2001). Por un lado, los gestores de riesgos de los bancos, explícita o implícitamente, tendrán como objetivo la reducción de la volatilidad de las ganancias o ingresos de sus bancos. De hecho, algunos han intentado ver en la volatilidad un inconveniente principal en la aplicación del *fair value* a los bancos (Beatty, 1995). Por otro lado, se reconoce que, pese al fenómeno de desarrollo de los mercados financieros experimentado durante los últimos años, los mercados son imperfectos, y esto afecta, en gran medida, a la manera de determinar el *fair value* y a la fiabilidad asociada a dicha valoración.

Por su parte, la relevancia de la información financiera a *fair value* se ha analizado en estudios empíricos que se han centrado en las repercusiones que este criterio valorativo presenta tanto en la valoración que los usuarios de la información financiera, principalmente inversores, realizan del neto y de las acciones de las entidades de depósito como en la adecuación de la contabilidad a *fair value* para analizar el riesgo de impago de sus clientes.

En los siguientes epígrafes llevamos a cabo una revisión internacional de trabajos empíricos realizados tanto desde el punto de vista de la relevancia como de la fiabilidad de la información, agrupándolos de acuerdo con las principales implicaciones que la aplicación del *fair value* podría tener en las entidades financieras.

### 1. Implicaciones del *fair value* en la volatilidad de los estados financieros de las entidades financieras

El análisis de la volatilidad de los valores de los instrumentos financieros como consecuencia de la introducción del valor de mercado para estos instrumentos ha sido una constante en los estudios realizados dentro del sector bancario. El incremento de la volatilidad con el modelo de *fair value* ha sido contrastado empíricamente en el trabajo de Beatty (1995), donde se observa un decremento tanto en la proporción como en el vencimiento de los valores de inversión mantenidos por los bancos, además de una reducción en la proporción de valores mobiliarios clasificados como disponibles para la venta de manera paralela al decrecimiento de la ratio de endeudamiento medio de las compañías del *holding* bancario (*bank holding companies' average leverage ratio*) y de la rentabilidad financiera (*return on equity*). Por su parte, Bernard *et al.* (1995) y Yonetani y Katsuo (1998) presentan también, como principales conclusiones de sus estudios, que las ganancias para una muestra de bancos daneses y japoneses, respectivamente, son tres o cuatro veces más variables después de la aplicación del valor de mercado que antes.

Ante este incremento en las fluctuaciones de las valoraciones de los instrumentos financieros,

las instituciones financieras han adoptado una serie de políticas encaminadas a reducir el riesgo de su cartera de inversiones y limitar, de esta forma, la volatilidad implícita existente en las medidas a *fair value*. Por un lado, y desde el punto de vista de las adquisiciones de títulos valores, las instituciones financieras han pretendido acortar el vencimiento de sus títulos valores, ya sea incrementando la cartera de inversiones a corto plazo, porque fluctúan menos (Grochala, 1993; ECB, 2001), ya disminuyendo las inversiones a largo plazo (Razaee y Lee, 1995; Steel, 1999), lo que implicará una alteración de las actividades de negocios principales de los bancos (ECB, 2001). Además, las entidades financieras se verán tentadas a actuar de una manera prudente, generando ingresos mediante la enajenación de los títulos valores que hayan incrementado su valor y manteniendo la posición en aquellos títulos valores cuyo valor haya disminuido (Razaee y Lee, 1995).

Por otro lado, y desde el punto de vista de los créditos concedidos a terceros, las entidades financieras serán menos partidarias de proporcionar préstamos a interés fijo, a menos que el régimen contable permita un tratamiento paralelo de cobertura de tipos de interés fijos (Allatt, 2001) y el uso de tasas de interés variables (ECB, 2001). Así se puso de manifiesto por el director de la Asociación de Banqueros Británicos, quien llegó a afirmar que la valoración de mercado a corto plazo en los préstamos concedidos a largo plazo a interés fijo reflejaría únicamente una información de carácter teórico, pues, aun cuando la entidad financiera pudiera tener un beneficio potencial aplicando esta valoración, éste no podría realizarse hasta tanto no llegara el vencimiento de la deuda (Chisnall, 2000). Además, este beneficio po-

tencial estaría ligado a las fluctuaciones del mercado financiero a corto plazo, sin tener en cuenta que el ingreso financiero del préstamo se ha ido generando poco a poco, por lo que la valoración a *fair value* no atendería a la sustancia económica de la transacción (Chisnall, 2000; IBAAC, 2001).

No obstante, esta visión no ha sido compartida por los representantes de las entidades financieras en otros países, como Estados Unidos, donde los bancos y reguladores han indicado que la utilización exclusiva del *fair value* para los valores de inversión, ignorando de este modo los cambios existentes en los valores de otros activos y pasivos como los préstamos y depósitos, podría inducir a una volatilidad poco realista en el neto bancario y causar que las compañías de *holding* bancarias alteren la gestión de su cartera de inversiones (Beatty, 1995). Es más, para los bancos comerciales, la discriminación experimentada por la diferente valoración puede distorsionar gravemente la medición de los resultados de los bancos cuando se producen cambios en el riesgo de la tasa de interés, entre otras cosas, porque este riesgo de la tasa de interés se mediría de manera errónea (Gray, 2003). Además, como demuestra el propio Gray (2003), la aplicación de una normativa contable que discrimine los criterios valorativos aplicables puede dar lugar a que los bancos manejen su capital para superar las deficiencias de capital que puedan tener cuando cambian las tasas de interés de mercado.

Desde este punto de vista, la volatilidad asociada a las medidas a *fair value* podría ser interpretada como un riesgo legal, ya que presentan una mayor capacidad que la establecida por el coste histórico para violar los requerimien-

tos legales de capital, aunque en los precios de las acciones bancarias no se vea reflejado este potencial (Barth *et al.*, 1995). Siendo así, la volatilidad existente hace hincapié en la necesidad de utilizar una adecuada metodología que permita calcular los requerimientos de capital necesarios para limitar la insolvencia bancaria de acuerdo con el Tratado de Basilea (Yonetani y Katsuo, 1998).

Sin embargo, pese a la insistencia de los estudios que analizan el perjuicio que el *fair value* podría ocasionar a través de un incremento de la volatilidad en los estados financieros bancarios, algunos autores indican que tales perjuicios son mínimos, e incluso recomendables si es que así se refleja la imagen fiel de las entidades financieras (Ebling, 2001). Así, frente a aquellos autores (Allat, 2001; Mozes, 2002) que indican que la volatilidad tendrá sus efectos en la demanda de los inversores de un excesivo premio, sobre todo para los préstamos a corto y largo plazo, aumentando de esta forma el coste de capital de las entidades financieras y ocasionando, por tanto, que éstas localicen los fondos económicos de manera ineficiente (\*), Barth *et al.* (1995) y Yonetani y Katsuo (1998) demuestran en sus investigaciones empíricas, utilizando datos de los bancos estadounidenses y japoneses respectivamente, que tal hecho no se produce. Además, la volatilidad tampoco implica la existencia de una aproximación incorrecta o ineficiente para gestionar la relación entre los bancos y el gobierno, como garantizador del sistema bancario (Bernard *et al.*, 1995).

Lo comentado no indica que la valoración a *fair value* sea irrelevante, ya que incluso en aquellas ocasiones críticas en las que los inversores valoran las acciones de

los bancos con una ratio de capital bajo, las ganancias a *fair value* nos proporcionan una información más útil que las ganancias a coste histórico, y la volatilidad asociada a las medidas de *fair value* es valorada como mayor riesgo de las acciones bancarias (Yonetani y Katsuo, 1998).

## 2. Implicaciones del *fair value* en la fiabilidad de la información financiera: la inexistencia de mercados perfectos

La inexistencia de mercados perfectos hace que la determinación del *fair value* y la fiabilidad asociada a dicha determinación pueda suponer un inconveniente de primer orden a la hora de su aplicación al sector bancario. Así queda refrendado en un estudio empírico que analiza las contestaciones a una encuesta realizada a los directores financieros de 500 bancos estadounidenses. Aun cuando los encuestados expresaban que el coste histórico fallaba para reflejar el verdadero valor económico de las transacciones bancarias, no estaban muy convencidos de la viabilidad y posibilidad de adaptar la contabilidad del *fair value* al sector bancario (Razaee y Lee, 1995). De hecho, el principal problema señalado para la aplicación del *fair value* era la subjetividad inherente en la determinación de la tasa de interés de descuento utilizada en el cálculo de esta valoración (Razaee y Lee, 1995: 215). La falta de fiabilidad de la valoración a *fair value* es aún más evidente cuando los activos a valorar no son comercializados en un mercado líquido y transparente, ya que los modelos o técnicas de valoración que se utilizan pueden ser imperfectos y dependientes, finalmente, de juicios de valor (Wilson, 2001).

Esta vulnerabilidad del sistema de valor de mercado por estar sujeto a manipulación ha sido uno de los temas que más han preocupado a los investigadores en este campo de estudio. Los hallazgos basados en un modelo de medida de error han indicado que, aunque las estimaciones a *fair value* parecen ser fiables y relevantes para los inversores a la hora de valorar el neto de los bancos, las ganancias o pérdidas generadas por los instrumentos financieros como consecuencia de su valoración a *fair value* tienen una mayor medida de error que las valoraciones a coste histórico (Barth, 1994). Pese a ello, las evidencias empíricas sobre este particular no han mostrado una tendencia clara. Así, Bernard *et al.* (1995), para el caso particular danés, han demostrado que no existen evidencias de esta manipulación en el sistema de ajustes de precios que llevaban a cabo los bancos de este país. En su estudio, se obtiene evidencia empírica de que los valores obtenidos a *fair value* se aproximan más al valor de venta de los bancos que el coste histórico, que siempre se muestra como un criterio más conservador (Bernard *et al.*, 1995).

Ahora bien, las diferencias de valoraciones a *fair value* obtenidas como consecuencia de la aplicación de técnicas o métodos para su estimación, en mercados que no son líquidos ni operativos, hacen que la imparcialidad de la valoración realizada tenga efectos negativos sobre la comparabilidad de los datos en las distintas entidades financieras (Culyer, 1993; IBAAC, 2001; Hernández, 2003). La comparabilidad de la información se debilita y se torna difícil ante la aplicación del *fair value*, sobre todo en relación con las comparaciones que pudieran llevarse a cabo de sus actividades principales (Chisnall, 2000).

### 3. El *fair value* como medio explicativo del valor del neto en las entidades financieras

La introducción de mediciones a *fair value* en los estados financieros ha adquirido un gran protagonismo, avalada por el incremento esperado de la relevancia de la información financiera. Varios estudios se han dirigido a conocer este particular, analizando el posible impacto que la introducción de este criterio valorativo en los estados financieros de las entidades financieras puede tener para conocer el valor de las acciones de estas entidades. Según el estudio llevado a cabo por Barth (1994), esta relación depende, en gran medida, de la especificación de la ecuación utilizada para la estimación. De hecho, en algunas estimaciones realizadas en esta experiencia empírica las ganancias o pérdidas de los títulos valores a *fair value* no presentaron un poder explicativo incremental respecto al coste histórico, sino que, *sensu contrario*, este último criterio valorativo siempre proporcionó un poder incremental explicativo con respecto al *fair value*.

Únicamente se tiene evidencia de un poder explicativo mayor cuando el *fair value* es aplicado como criterio valorativo a los valores de inversión (*investment securities*), siendo esto no válido cuando este criterio se aplica a préstamos, depósitos, deudas a largo plazo o instrumentos de neto fuera de balance (Nelson, 1996; Khurana y Kim, 2003). No obstante, esta segunda afirmación no es general porque contrasta con la experiencia empírica que Barth *et al.* (1996) llevaron a cabo con posterioridad, en la que demostraron que ese poder explicativo del *fair value* se producía también para el caso particular de los préstamos bancarios.

En cualquier caso, tras las experiencias empíricas realizadas parece claro que es el tipo de mercado el que determina si el *fair value* es viable y tiene poder explicativo incremental del valor del neto de los bancos. Así, a aquellos elementos de las inversiones financieras que cuentan con mercado líquido y activo puede aplicarse el *fair value* y se obtiene un valor explicativo del valor del neto de los bancos mayor que utilizando el coste histórico. Por su parte, para aquellas inversiones financieras que no poseen un mercado activo y líquido, el coste histórico tiene un valor explicativo superior al *fair value*. Estas conclusiones se basan en la mayor subjetividad inherente a la estimación de los valores a *fair value* cuando no existe mercado activo y líquido y, por tanto, cuando las estimaciones no son muy fiables (Khurana y Kim, 2003).

Por su parte, Pfeiffer (1998) amplía el campo de estudio de la relevancia del valor de mercado en su aplicación a los servicios de derechos hipotecarios para comprobar si esta información, que aparece en las notas a los estados financieros, es también relevante y, por tanto, valorada por los inversores. De su análisis se desprende que, pese a no recogerse los servicios de derechos hipotecarios dentro del balance de las entidades financieras, esta información a valor de mercado es apreciada por los inversores cuando desarrollan un proceso de toma de decisiones. Asimismo, la evidencia sugiere, en línea con las anteriores experiencias empíricas analizadas, que la liquidez es la principal motivación a la hora de tener presentes a estos servicios de derechos hipotecarios cuando se desarrolla el proceso de toma de decisiones por los inversores (Pfeiffer, 1998: 204).

Las consideraciones previas respecto a la dualidad relevancia-fia-

bilidad de la valoración a *fair value* han llevado a que las entidades financieras hayan estado interesadas en influir notablemente en la emisión de normativa contable al respecto. Las opiniones expresadas en una encuesta realizada a 40 miembros del comité representativo de las empresas de Certified Public Accountant (CPA) en USA pusieron de manifiesto el interés de estas entidades profesionales para que los contables de las entidades financieras se insertaran en el proceso de elaboración de las normas contables aplicables al sector bancario, al ser ellos los que llevan a cabo su implementación (Culyer, 1993). En general, desde el sector bancario se ha solicitado la restricción de las inversiones financieras a valorar a *fair value*, así como el establecimiento de un marco adecuado para la medición del valor de mercado y del riesgo de los activos financieros.

Así, para el caso particular británico, la Asociación de Banqueros Británicos expuso su disconformidad con la aplicación del *fair value* para todos los activos financieros, y propuso al Accounting Standards Board, primeramente, y al International Accounting Standards Board, con posterioridad, la emisión de normativa en la que se recogiera la aplicación del *fair value* únicamente a los activos financieros de la cartera de valores comerciales, dado su carácter de corto plazo y su liquidez, mientras que indicaron la conveniencia de valorar a los activos financieros no comerciales según una base de devengo por su visión a largo plazo y por la inexistencia de precios de mercado sobre la que realizar los cálculos de *fair value* (Sweeny, 1998). A esta declaración se le han sumado otras en el mismo sentido procedentes del Banco Central Europeo (ECB, 2001) y del International Banking Associations Accounting Committee (IBAAC,

2001). Asimismo, siendo el mercado de derivados uno de aquellos por los que la banca está apostando, la divulgación del valor de mercado y del riesgo de este tipo de activos puede jugar un papel muy importante, como ya sucede en el sistema bancario estadounidense, lo que ha llevado a la necesidad de establecer un marco adecuado para la medición de estos conceptos (Chen, 1997).

Por tanto, aún siendo relevante la utilización del *fair value* para la valoración de los instrumentos financieros, su adopción por parte de las entidades financieras va a depender, en gran medida, de las reglas reguladoras adoptadas y de las políticas contables que han definido la Comisión Europea y los organismos reguladores de normas contables en los últimos cinco años. De hecho, la emisión de normativa contable ha sido un elemento clave para establecer estrategias de comportamiento respecto de la aplicación del *fair value* para la banca estadounidense, tal como queda evidenciado por el trabajo de Hodder *et al.* (2002), aun cuando los costes de la aplicación de la normativa correspondiente hayan tenido una mayor incidencia en la banca media estadounidense.

#### 4. Adecuación del *fair value* para el análisis del riesgo de impago de clientes

Hasta ahora se ha hecho mención al impacto de la utilización del *fair value* en los estados financieros de las entidades financieras, pero no debe olvidarse que la introducción de este criterio valorativo también presenta una innovación importante en el devenir de las operaciones habituales del sector bancario a la hora de analizar los riesgos de impago de

sus clientes cuando éstos solicitan a las entidades financieras parte de su financiación. A este particular, se han destinado algunos estudios empíricos siendo quizá los más relevantes los llevados a cabo por Brooks *et al.* (1996) y Nichols y Buerger (2002).

El estudio llevado a cabo por Brooks *et al.* (1996) indica que los analistas de riesgos de los bancos encargados de valorar las ratios de solvencia de sus clientes (ratio de deudas a corto y largo plazo entre el neto) preferían utilizar la valoración a *fair value* que la de coste histórico para la determinación de los mismos (el 66 por 100 de los encuestados utilizaron valoración a *fair value*). Además, se obtuvo evidencia de que los analistas de riesgos utilizaban preferentemente la información que se recogía en los estados financieros (balance y cuenta de resultados) y les otorgaban una menor importancia a los datos recogidos en las notas a los estados financieros (Brooks *et al.*, 1996).

Por su parte, Nichols y Buerger (2002) investigaron el efecto de la introducción del *fair value* respecto al coste histórico en los activos fijos materiales de las empresas para las decisiones de concesión de préstamos por parte de las entidades financieras. Para ello, y partiendo de una muestra de 200 bancos concentrada en dos países (Estados Unidos y Alemania), elaboraron un doble juego de estados financieros completos e hipotéticos de una empresa bajo una base de coste histórico y de *fair value*, respectivamente, para observar si existían divergencias entre los dos países analizados a la hora de la concesión de préstamos a esta empresa, así como la preferencia por los estados financieros elaborados bajo una base de coste histórico o de *fair value*.

Los resultados obtenidos indicaron que existían diferencias significativas entre los bancos de los países analizados a la hora de conceder préstamos. Así, los banqueros alemanes estarían dispuestos a conceder préstamos de mayor cuantía a aquella empresa cuyos estados financieros estaban realizados con base a *fair value*, mientras que los banqueros estadounidenses mostraban su preferencia por la utilización del coste histórico en la elaboración de los estados financieros para la concesión de préstamos. Como conclusión principal se expuso que las diferencias sociales y culturales podrían influenciar las preferencias de los usuarios de la información por estados financieros a coste histórico o a *fair value* y que, para satisfacer las demandas de éstos de una manera global, sería conveniente que los estados financieros pudieran ser elaborados en las dos bases de valoración, utilizando para ello el cuerpo principal de la información financiera y las notas a pie de página.

Esta recomendación ya había sido previamente sugerida por el Departamento del Tesoro norteamericano, que, en un estudio desarrollado en 1991, indicaba, por un lado, que la utilización del *fair value* para todos los activos y pasivos no era posible porque las pequeñas entidades tendrían unos costes altos de estimación de este valor y, por otro, apostaba por introducir el *fair value* únicamente como notas a pie de página de los estados financieros, o bien como unas notas específicas en la memoria de los estados financieros (Razaee y Lee, 1995).

Por tanto, para mitigar la entrada del *fair value* y sus efectos en el sector bancario, muchos autores (Shaffer, 1994; Razaee y Lee, 1995) han promovido la introducción de este criterio valorativo

como un criterio adicional al coste histórico, promoviendo su reflejo en las notas a los estados financieros de manera que se siga manteniendo la comparabilidad y fiabilidad de los estados financieros, aumentado, al mismo tiempo, la relevancia de la información contable.

En España, la memoria podría servir como instrumento para favorecer la comprensión y comparabilidad de la información financiera con la divulgación del *fair value* de los instrumentos financieros. En cualquier caso, y ante la experiencia empírica mostrada en los distintos estudios analizados, parece claro que el impacto más inmediato de la introducción del *fair value* será la reclasificación de los activos y pasivos financieros en los estados financieros de los bancos, así como el reconocimiento de los ingresos no realizados, bien a la cuenta de resultados directamente, bien como un componente del neto patrimonial.

## V. CONCLUSIONES

El proceso de globalización de la economía y la expansión de los mercados económicos y financieros experimentada en los últimos años favorece la utilización de otros criterios valorativos distintos al del coste histórico, con la finalidad de incrementar la relevancia de la información contable. Como inmersa en este proceso debe entenderse la propuesta realizada por los distintos organismos emisores de normas, tanto profesionales (FASB e IASB) como gubernamentales (CUE), para la introducción del *fair value* en el reflejo contable de los instrumentos financieros. No obstante, la utilización de este criterio valorativo suscita una serie de cuestiones, relacionadas con su aportación a la consabida dualidad relevancia-fiabilidad, que de-

berían ser analizadas antes de su implantación efectiva.

Aun cuando la introducción del *fair value* afecta a cualquier tipo de organización, la aplicación de este criterio valorativo es de especial relevancia para el sector de la banca, por dos motivos fundamentales: a) las instituciones financieras, particularmente los bancos, han sido y son el centro de debate sobre la contabilidad a *fair value*, y b) los instrumentos financieros son significativos en las operaciones bancarias y en los informes financieros.

Desde esta perspectiva, en el presente artículo hemos abordado inicialmente las cuestiones generales en torno a la relevancia y fiabilidad de la aplicación del *fair value* a los estados financieros, concretando finalmente las experiencias empíricas existentes en el sector bancario por entender que su análisis podría servir de referente tanto al ámbito regulador, de cara al diseño de estrategias de armonización contable para la introducción del *fair value* en el sector bancario, como a la comunidad financiera, con la finalidad de que pueda conocer las principales implicaciones que dicha implantación puede suponer en los estados financieros de la banca española.

Según hemos puesto de manifiesto, la aplicación del valor razonable a los instrumentos financieros parece apuntar a un incremento de la relevancia de la información financiera, si bien no está exento de limitaciones. Así, teniendo presente la estrecha relación existente entre la determinación del valor razonable de un instrumento financiero y su dimensión temporal, es previsible que los usuarios de la información contable demanden esta información con una mayor periodicidad

que la que rige actualmente. A nuestro modo de ver, la distribución de información contable vía Internet se está proponiendo hoy día como un medio de satisfacer esta necesidad y una efectiva aplicación de este criterio valorativo.

Por su parte, la comparabilidad de la información financiera podría verse influenciada negativamente si no existen mercados organizados y líquidos de los que se puedan desprender las valoraciones de mercado de los instrumentos financieros. En estos casos particulares es donde la fiabilidad de la información contable puede verse, asimismo, perjudicada por la diversidad de valoraciones de mercado que pueden serle atribuidas a un mismo instrumento financiero en un determinado momento. Aunque los organismos profesionales establecen al valor presente como medio de estimación principal para la valoración a *fair value* ante la inexistencia de ese tipo de mercados, las organizaciones deben hacer una serie de asunciones a la hora de determinar los componentes que forman parte de esta valoración, permitiendo, de esta forma, el incumplimiento de la característica imparcialidad de la información contable.

Las limitaciones presentadas respecto a la relevancia y fiabilidad de la información contable aconsejan que la aplicación del *fair value* no deba realizarse indistintamente. En nuestra opinión, las grandes entidades financieras y los inversores serían los principales beneficiarios de la aplicación de este criterio valorativo.

Finalmente, las experiencias internacionales en la aplicación del *fair value* ponen de manifiesto la necesidad de desaconsejar la aplicación generalizada de este criterio valorativo a todos los instru-

mentos financieros. En concreto, los trabajos empíricos señalan la necesidad de acotar la aplicación del *fair value* a aquellos instrumentos financieros que presenten las características de liquidez y alto volumen de negociación en mercados organizados. Así, por ejemplo, la aplicación del *fair value* a los préstamos a largo plazo a interés fijo podría ser perjudicial para el sistema bancario, y podría animar a las entidades financieras a cambiar de estrategia acortando el plazo de sus activos, concertando operaciones de cobertura y estableciendo tipos de interés variables. Esta circunstancia tendría una repercusión negativa en el sistema económico español, ya que los bancos ofrecerían menos préstamos bancarios, siendo ésta una de las principales fuentes de financiación de las empresas españolas y de las familias, que en los últimos años han incrementado sustancialmente su endeudamiento para la adquisición de viviendas.

#### NOTA

(\*) En el estudio realizado por MOZES (2002) desde el punto de vista de un modelo de valoración de ingresos residuales (se supone que el aumento del valor de los activos financieros en el mercado también conlleva un aumento del coste de capital de la empresa), las diferencias positivas del valor de *fair value* dan lugar a un incremento de las ganancias futuras, pero generan un mayor cargo al ingreso residual, ya que aumenta en mayor medida el coste de capital de la empresa. Por tanto, existe una relación inversa entre el coeficiente estimado para la relación establecida entre las diferencias de valor a *fair value* y los valores de mercado del neto de la empresa.

#### BIBLIOGRAFÍA

ALLATT, G. (2001), «Fair-value accounting: Examining the consequences», *Balance Sheet*, vol. 9, n.º 4: 22-25.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS —AECA— (1999), «Marco conceptual para la información financiera», *Documento de Principios Contables*, n.º 22, AECA, Madrid.

BARTH, M. E. (1994), «Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks», *The Accounting Review*, vol. 69, n.º 1, enero: 1-25.

BARTH, M. E., BEAVER, W. H., y LANDSMAN, W. R. (1995), «Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows», *Journal of Banking and Finance*, volumen 19, n.ºs 3 y 4: 577-605.

— (1996), «Value-relevance of bank's fair value disclosures under SFAS, n.º 107», *The Accounting Review*, vol. 71, n.º 4: 513-537.

— (2001), «The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view», *2000 Journal of Accounting and Economics Conference*, enero.

BEATTY, A. (1995), «The effects of fair value accounting on investment portfolio management: How far is it?», *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, vol. 77, n.º 1: 25-39.

BERNARD, V. L.; ROBERT, C. M., y PALEPU, K. G. (1995), «Mark-to-market accounting for banks and thrifts: Lessons from the Danish experience», *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n.º 1: 1-32.

BROOKS, R. C.; JERRIS, S. I., y PEARSON, T. A. (1996), «The use of fair value disclosures to assess liquidity and solvency in credit decisions», *Commercial Lending Review*, volumen 11, n.º 2: 67-72.

CHEN, A. H. (1997), «Derivates and bank regulation», *Pacific-Basin Finance Journal*, volumen 5, n.º 2: 157-165.

CHISNALL, P. (2000), «Fair value accounting-an industry view», *Financial Stability Review*, diciembre, disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/fsr/fsr09art5.pdf>.

COMISIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA —CUE— (2001), *Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de valoración aplicables a las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras*, disponible en idioma español en la dirección web [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account/official/directives/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/official/directives/index.htm).

CULYER, G. P. (1993), «Fair value accounting: Is anyone listening?», *Massachusetts CPA Review*, vol. 67, n.º 4: 33-35.

DIETRICH, J. R.; HARRIS, M. S., y MULLER, K. A. (2000), «The reliability of investment property fair value estimates», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, n.º 2: 125-158.

EBLING, P. (2001), «Fair value accounting: Breaking a butterfly upon a wheel?», *Balance Sheet*, vol. 9, n.º 1: 22-26.

EUROPEAN CENTRAL BANK —ECB— (2001), *Fair Value Accounting in the Banking Sector*, European Central Bank, disponible en <http://www.ecb.int>.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD —FASB— (1980), «Qualitative characteristics of accounting information», *Statement of Financial Accounting Concepts*, n.º 2, FASB, mayo

— (1999), «Reporting financial instruments and certain related assets and liabilities at fair value», *Financial Accounting Series*, número 204-B, Financial Accounting Standards Board.

— (2000), «Using cash flow information and present value in accounting measurements», *Statement of Financial Accounting Concepts*, n.º 7, febrero.

GARCÍA BERNAU, M. A., y ZORIO GRIMA, A. (2002), «El camino hacia el valor razonable», *Revista de Contabilidad*, vol. 5, número 9: 57-88.

GONZALO ANGULO, J. A., y GABÁS TRIGO, F. (1985), «El principio de gestión continuada», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XIV, n.º 46, enero-abril: 77-106.

GRAY, R. P. (2003), «Research note: Revisiting fair value accounting-measuring commercial banks' liabilities». *Abacus*, vol. 39, número 2: 250-261.

GROCHALA, A.M. (1993), «Two new constraints on the banking business», *Business Credit*, volumen 95, n.º 9: 47.

HERNÁNDEZ HERNÁNDEZ, F. G. (2003), «Hedge accounting: What's the problem with IASC standards?», *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, vol. 14, n.º 6: 73-84.

HODDER, L.; KOHLBECK, M., y LEA McANALLY, M. (2002), «Accounting choices and risk management: SFAS, n.º 115 and US Bank Holding Companies», *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, número 2: 225-270.

IJIRI, Y. (1975), «Theory of accounting measurement», *Studies in Accounting Research*, número 10, American Accounting Association, Sarasota, Florida, USA.

INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN NEW ZEALAND —ICANZ— (2000), «Accounting for financial instruments and similar items», *Exposure Draft, Financial Reporting Standards Board*, Wellington.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD —IASB— (1999), «Financial instruments: Recognition and measurement», *International Accounting Standard*, n.º 39, IASB, Londres.

<p>— (2000), «Investment property», <i>International Accounting Standard</i>, n.º 40, Londres, marzo.</p> <p>INTERNATIONAL BANKING ASSOCIATIONS ACCOUNTING COMMITTEE —IBAAC— (2001), Position Paper on the «Draft Standard and Basis for Conclusions on Financial Instruments and Similar Items», <i>International Banking Associations Accounting Committee</i> (IBAAC), Paris.</p> <p>INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS —IFAC— (2000), «Auditing derivative financial instruments», <i>Exposure Draft</i>, n.º 76, International Auditing Practices Committee, Nueva York, agosto.</p> <p>JACKSON, P., y LODGE, D. (2000), «Finally, fair value?», <i>Accountancy</i>, vol. 126, n.º 1284: 109.</p> <p>JOINT WORKING GROUP —JWG— (2000), «Financial instruments and similar items», <i>JWG, Draft Standard and Basis for Conclusions</i>.</p> <p>KHURANA, I. K., y KIM, M-S. (2003), «Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies», <i>Journal of Accounting and Public Policy</i>, vol. 22, n.º 1: 19-42.</p> <p>LÓPEZ HERNÁNDEZ, A. M., y RODRÍGUEZ BOLÍVAR, M. P. (2003), «La auditoría de cuentas ante la aplicación del fair value: una visión internacional», <i>Revista Técnica</i>, n.º 21: 24-35.</p> <p>LUCAS, T. S. (2000), «Preliminary views on major issues related to reporting financial instruments and certain related asset and liabilities at fair value», disponible en la web <a href="http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/comltrs/views.htm">http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/comltrs/views.htm</a>, junio.</p> <p>MOZES, H. A. (2002), «The value relevance of financial institutions' fair value disclosures:</p>	<p>A study in the difficulty of linking unrealized gains and losses to equity values», <i>Abacus</i>, vol. 38, n.º 1: 1-15.</p> <p>NELSON, K. K. (1996), «Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS, n.º 107», <i>The Accounting Review</i>, vol. 71, n.º 2: 161-182.</p> <p>NICHOLS, L. M., y BUEGER, K. H. (2002), «An investigation of the effect of valuation alternatives for fixed assets on the decisions of statement users in the United States and Germany», <i>Journal of International Accounting, Auditing and Taxation</i>, volumen 11, n.º 2: 155-1636.</p> <p>NISSIM, D. (2003), «Reliability of bank's fair value disclosure for loans». <i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i>, vol. 20, número 4: 355-384.</p> <p>PATON, W. A., y LITTLETON, A. C. (1981), <i>An Introduction to Corporate Accounting Standards</i>, Monogram, n.º 3, American Accounting Association, 1940, Reimpreso por American Accounting Association, 17.ª edición, Sarasota, Florida.</p> <p>PFEIFFER, R. J. (1998), «Market value and accounting implications of off-balance-sheet items», <i>Journal of Accounting and Public Policy</i>, vol. 17, n.º 3: 185-207.</p> <p>RAZAEI, Z., y LEE, J. T. (1995), «Market value accounting standards in the United States and their significance for the global banking industry», <i>The International Journal of Accounting</i>, vol. 30, número 3: 208-221.</p> <p>RODRÍGUEZ BOLÍVAR, M. P., y LÓPEZ HERNÁNDEZ, A. M. (2002), «La valoración a fair value y la</p>	<p>fiabilidad de la información financiera», <i>Harvard Deusto Finanzas &amp; Contabilidad</i>, número 47: 54-63.</p> <p>SHAFFER, S. (1994), «Market value accounting: A guide for safe and sound banking?», <i>CATO Journal</i>, vol. 13, n.º 3: 387-402.</p> <p>SPROUSE, R. T. (1966), «The measurement of financial position and income: Purpose and procedure», incluido en JAEDICKE, R. K.; IJIRI, Y., y NIELSEN, O. (1966), <i>Research in Accounting Measurement</i>, American Accounting Association, USA: 101-115.</p> <p>STEEL, G. (1999), «Banks re-made: The view from within», <i>Australian CPA</i>, vol. 69, número 3: 24-25.</p> <p>SWEENEY, T. (1998), «The inexorable drive towards fair value», <i>Accountancy International</i>, noviembre: 81.</p> <p>TRITES, G. D. (1999), <i>The Impact of Technology on Financial and Business Reporting</i>, Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA), Toronto, Canada.</p> <p>WAHLEN, J. M.; BOATSMAN, J. R.; HERZ, R. H.; JONAS, G. J.; PALEPU, K. G.; RYAN, S. G.; SCHIPPER, K.; SCHRAND, C. M., y SKINNER, D. J. (2000), «Response to the FASB preliminary views: Reporting financial instruments and certain related assets and liabilities at fair value», <i>Accounting Horizons</i>, vol. 14, n.º 4: 501-508.</p> <p>WILSON, A. (2001), «Fair value and the measurement: Where the conflicts lie», <i>Balance Sheet</i>, vol. 9, n.º 4: 26-33.</p> <p>YONETANI, T., y KATSUO, Y. (1998), «Fair value accounting and regulatory capital requirements», <i>Economic Policy Review-Federal Reserve Bank of New York</i>, vol. 4, n.º 3: 33-43.</p>
--	--	--

## Resumen

En el sector empresarial emergen cuestiones conceptuales y de carácter práctico en torno a la cultura de la responsabilidad, centrada en el aprovechamiento de los recursos intangibles y en la defensa de los intereses de los *stakeholders*. En este sentido nos encontramos, dentro del sistema financiero español, que va calando entre los bancos el compromiso con la sociedad, mediante la puesta en práctica de iniciativas sociales, teniendo en cuenta su repercusión en la cuenta de resultados y en la reputación corporativa. Por otra parte, están las cajas de ahorros, que tienen como finalidad fundamental la Obra Social, lo que constituye un modelo muy consolidado de relación entre ética y finanzas. Precisamente el modelo de empresa que demanda la sociedad del siglo XXI basa su gestión en principios de rentabilidad a través de la transparencia, la responsabilidad social y la ética en los negocios.

*Palabras clave:* sociomanagement, activos intangibles, *stakeholders*, responsabilidad social, reputación corporativa, *marketing* social, obra social.

## Abstract

In the business sector both conceptual questions and others of a practical nature emerge around the culture of responsibility, centred on the harnessing of the intangible resources and on the defence of the interests of *stakeholders*. In this respect, in the Spanish financial system a commitment towards society is becoming firmly rooted amongst the banks, by means of the implementation of social initiatives, bearing in mind their impact on the income statement and on corporate reputation. Furthermore, there are the savings banks, which have Social Work as their ultimate end, which constitutes a highly consolidated model in the relationship between ethics and finance. Precisely, the model of company required by 21st century society bases its management on the principles of profitability through transparency, social responsibility and business ethics.

*Key words:* sociomanagement, intangible assets, *stakeholders*, social responsibility, corporate reputation, social marketing, social work.

*JEL classification:* M14.

# LOS VALORES INTANGIBLES EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Enrique CASTELLÓ MUÑOZ

Universidad Complutense de Madrid

## I. INTRODUCCIÓN

ENTRE los valores que integran la cultura de una organización, se considera ahora que los valores éticos se hallan entre los más importantes. La «ética administrativa» es un conjunto de principios que guían las decisiones y comportamientos de los administradores respecto de si están en lo correcto o están equivocados en un sentido moral. La noción de «responsabilidad social» es una extensión de esta idea; se refiere a la obligación de tomar decisiones y emprender acciones para que la organización contribuya al bienestar e interés de la sociedad y de la propia organización (1).

El concepto *sociomanagement* (2) enfatiza, personaliza, armoniza y orienta el aspecto humano de la gestión empresarial en lo estratégico, comercial, técnico, organizativo y cultural. Esta orientación busca sacar el máximo partido posible de lo que las personas llevan dentro de sí, lo que es bueno para su realización individual y para el éxito de la empresa.

El interés del nuevo concepto radica en su segmentación y vertebración, en lo socioestratégico, sociotécnico y sociocultural. Es un planteamiento y una orientación marco de tres enfoques muy definidos que facilitan pasar del hablar al hacer en materia de movilización de las personas en el proyecto de la empresa. Para enfrentarse con éxito al desafío de una economía global (nos referimos a la globalidad de los mercados, vigencia del ciberespacio y

tendencia hacia un estado de opinión más global), parece inevitable el *sociomanagement* en sus tres dimensiones.

A lo largo de las últimas décadas, la manifestación externa de las conductas empresariales se ha llevado a cabo mediante incursiones esporádicas en el ámbito de la cultura, de la solidaridad o de la ciudadanía. La efímera existencia de las distintas etiquetas creadas para denominar esa aportación de la empresa no ha dado resultado. Así el «balance social» de los años sesenta/setenta pasó a llamarse «mecenazgo empresarial» en los ochenta, «empresa ciudadana» en los noventa, «*marketing* con causa y *marketing* social corporativo» a partir de 2000 (3). Es imposible construir una percepción coherente patrocinando una acción solidaria si la empresa no es transparente, manipula los balances, contamina el medio ambiente o discrimina a los trabajadores. Hoy se están planteando a las empresas nuevas exigencias de mayor responsabilidad social y mayores valores éticos.

Lo nuevo es una gestión diferente para un concepto de empresa distinto, que provoca la elección del comprador por: la identificación del ciudadano, el reconocimiento de la sociedad, la confianza de los grupos de interés, la reputación de la marca y la discriminación de la competencia.

En un entorno social y económico caracterizado por multitud de cambios, donde la nueva eficiencia de las empresas y de las

entidades financieras ya no es suficiente, cobran sentido otros conceptos como la eficiencia social.

A medida que los directivos promueven las prácticas responsables, se sumergen en cuatro planteamientos distintos que conducen a la plena capacidad de respuesta de la empresa: prácticas de gobierno, medición, sistema de gestión y elaboración de informes sobre el rendimiento. Una combinación de estos cuatro elementos define la actuación de una empresa responsable (4).

Como se ha dicho, si la dimensión ética debe formar parte de la cultura empresarial, con no menos razón la eficiencia profesional debe ser un indispensable componente de la preocupación ética del empresario.

Para cumplir con la creciente demanda social y de los mercados, que cada vez castigan más los comportamientos desviados en el gobierno de las empresas, el Banco de España reclama a las entidades financieras un auténtico rearme ético. Y recuerda que la responsabilidad de los errores y de los comportamientos deficientes y problemáticos en los que pueda incurrir una entidad corresponde a sus administradores y altos gestores.

## II. LOS ACTIVOS INTANGIBLES

La revolución de los servicios, impulsada por las tecnologías de la información y de las comunicaciones, supone la revolución de los bienes intangibles: calidad de servicio, relación personal, imagen de marca, etc. Este hecho implica el intercambio de signos monetarios por intangibles. El mundo de hoy se caracteriza especialmente por el consumo de bienes inmateriales (5), como son los servicios,

en los cuales lo verdaderamente importante es asegurar la continuidad de las relaciones entre el cliente y la organización, fruto de la confianza como uno de sus grandes soportes. El servicio no es la tecnología.

En una economía globalizada y muy competitiva, estar bien informado ofrece una ventaja comparativa. Teniendo en cuenta que las materias primas fundamentales con las que trabaja una entidad financiera son el dinero y la información, se desprende que el Banco que quiera lograr la satisfacción y fidelidad de los clientes está obligado a hacer un uso más intenso de la información (de eso trata lo que hoy ya se conoce como inteligencia económica), mantener una relación más emocional y utilizar una comunicación más cercana con ellos, a través de la dedicación y entusiasmo de los empleados como verdaderos protagonistas. Los servicios son relaciones e implican personas (clientes y empleados).

La actuación de la empresa en la economía del conocimiento se centra en el aprovechamiento de los recursos intangibles (6): información, conocimiento e inteligencia. Más recientemente, la atención se orienta hacia las dimensiones humanas de la empresa: confianza, empatía y relaciones.

«Caminamos hacia una economía basada en el conocimiento y cuyo crecimiento y competitividad dependen de los intangibles», se afirma en un documento elaborado por el Ministerio de Economía y la Universidad Autónoma de Madrid.

Cada vez hay más iniciativas en el sector empresarial que trabajan por recuperar la confianza perdida en los mercados financieros, en defensa de los intereses de los

*stakeholders* (grupos de interés) y en respuesta a la preocupación que se ha despertado en el entorno social.

Un tipo de iniciativas miden el nivel de sostenibilidad o actuación socialmente responsable, un concepto que integra factores económicos, medioambientales y sociales en la estrategia empresarial; otros intentan promover el comportamiento ético de las empresas (7).

Algunas empresas multinacionales han elaborado sus primeras memorias de sostenibilidad siguiendo las directrices de Global Reporting Initiative (GRI). Este tipo de informes debe incluir aspectos económicos (gastos por nóminas, productividad laboral, gastos en investigación, inversiones en formación, etc.), medioambientales (por ejemplo, impacto de los procesos, productos y servicios sobre el aire, el agua, la tierra, la biodiversidad y la salud humana) y sociales (salud y seguridad en el trabajo, estabilidad de los empleados, derechos humanos, salarios y condiciones laborales, etcétera).

Por otro lado, las empresas intensivas en conocimiento toman como formas básicas del capital intelectual, o gestión del conocimiento, el capital humano, el capital estructural y el capital clientela. Para medir el capital intelectual existen diversos modelos (8) que han sido aplicados en diferentes empresas, tales como la compañía de seguros Skandia, el Santander Central Hispano y el grupo Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, que consideran los activos intangibles como pilares fundamentales de su valor y de su capacidad de mantener el liderazgo.

Los valores más apreciados por los bancos excelentes se refieren tanto a valores financieros (el be-

neficio) como a valores no financieros (capacidad profesional). Algunas entidades bancarias adoptan valores no financieros basados en consideraciones tales como la calidad del producto y el servicio al cliente. La consecuencia es que el logro de estos fines, que son fácilmente inteligibles y motivadores para todo el personal, se traduce al final en un nivel satisfactorio de beneficios.

### III. RESPONSABILIDAD SOCIAL

A la hora de evaluar la imagen de una empresa, el ciudadano coloca la responsabilidad social como el tercer factor más importante, justo por detrás de la calidad del producto o servicio y la atención al cliente.

Para que la empresa desarrolle una práctica coherente debe alinear sus actuaciones en el ámbito de la responsabilidad social con sus prioridades de negocio, y saber responder a lo que el entorno espera de ella (no valen improvisaciones, ni actuaciones cosméticas, ya que el ciudadano acabará des-enmascarándolas). Este es el nuevo concepto de empresa que está desarrollando la sociedad.

En materia de responsabilidad social, la iniciativa más destacable es la publicación del *Libro Verde de la responsabilidad social de la Unión Europea*, que recoge una serie de recomendaciones para las empresas. A este respecto, el Parlamento Europeo se ha pronunciado con firmeza, aconsejando que se hable de obligatoriedades y no de recomendaciones.

Las principales empresas del mundo ya trabajan con el esquema de triple cuenta de resultados (financieros, medioambientales y sociales). El capítulo social, que in-

cluye aspectos relacionados con la gestión de recursos humanos como acción social propiamente dicha, es el más nuevo de los tres. En su promoción concentra sus esfuerzos la Fundación Empresa y Sociedad (es una plataforma abierta a todas las empresas que comparten su planteamiento).

Las empresas españolas cotizadas están dando más importancia a su acción social, gracias al atractivo que tienen los índices bursátiles internacionales de sostenibilidad, que priman a las empresas que destacan por su comportamiento económico, medioambiental y social.

En el índice europeo *FTSE4 Good*, formado por 354 empresas, sólo dos son españolas, Bankinter y Gas Natural (en las próximas revisiones de este índice espera entrar el SCH), mientras que en las 149 integrantes del *Dow Jones for Sustainability*, sólo hay cinco nombres españoles: Amadeus, Iberdrola, SCH, BBVA y Telefónica.

El establecimiento de criterios éticos en los modelos de inversión se traducen en los «fondos éticos», que son una alternativa interesante para quien quiera invertir, con el objetivo de ganar dinero de acuerdo con directrices éticas. En España han aparecido en los últimos años de los noventa. En cuanto a los «fondos solidarios», se trata de ceder parte de la comisión de gestión a entidades no gubernamentales y de compromiso social.

En el tejido empresarial español el compromiso con la sociedad comienza a calar entre los empresarios de un modo estratégico que se aleja de la filantropía. Los productos cada vez son más homogéneos, y la clave del éxito y la discriminación positiva está en fomentar los activos intangibles de la empresa. El sentimiento de res-

ponsabilidad es el principal motivo que mueve a la empresa para realizar acciones sociales, seguido por el apoyo a la cultura corporativa interna y a una estrategia de *marketing* corporativo.

Muchas de las empresas que realizan actividades medioambientales o sociales en España han basado su desarrollo en el activo humano, con respuestas positivas. Este es el caso de Citibank, a través de su fundación Citigroup, que anualmente invierte setenta millones de euros en proyectos de desarrollo a escala mundial. Sus principales actividades surgen de los propios empleados, o son ellos los voluntarios que las llevan a cabo. Es obvio que el empleado es clave para fomentar la acción social continua.

En el *Informe anual* de 1998, el Deutsche Bank declara su voluntad de servir a cuatro *stakeholders*, o participantes: los accionistas, los clientes, los empleados y la sociedad. El Banco reconoce que las interrelaciones entre los cuatro partícipes son complejas, y para alcanzar resultados prácticos ha entrado en un proceso de re-fundir los antiguos modelos de gestión (balance de situación social y auditorías ecológicas) con otros procedimientos más modernos como el *Balance Structured Card*. Incorpora datos estructurales, cifras clave para cada uno de los cuatro participantes mencionados, y los pone en relación con la medición de proyectos altamente creativos.

Por su parte, el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria ha elaborado un Plan de Acción Social para alinear la solidaridad con la estrategia general del grupo. La conciencia social corporativa de BBVA se concreta con más de 27 millones de euros en el año 2002, distribuyéndose la inversión en diversas

áreas temáticas. Como ejemplos de acciones importantes realizadas por la entidad en el campo social figuran: la firma del Pacto Mundial de Naciones Unidas, la creación con otras empresas del Foro de Reputación Corporativa, la implantación de la Unidad de Responsabilidad Social Corporativa en la estructura organizativa y la publicación de una *Memoria social*.

El BBVA amplía su código de buen gobierno con un plan de acciones sociales para 2003. El objetivo será fijar un «inventario de la acción social» en el que se basará la *Memoria social* que el banco difundirá anualmente. Asimismo, tendrá que definir un programa de actuaciones de tipo social, tanto en España como en América. También se apoyarán las actuaciones voluntarias de sus empleados en temas sociales.

Para el Santander Central Hispano, la responsabilidad social es un elemento estratégico de su gestión. Implica una estrategia basada en relación viva, de mejora permanente, con todos los *stakeholders*, y muy especialmente con los clientes. En los últimos tres años ha invertido en acción sociocultural un total de 133,4 millones de euros, según se indica en la *Memoria de responsabilidad social corporativa* de 2002. En este año se han invertido 61 millones de euros, lo que representa el 2,7 por 100 del beneficio neto atribuido en ese ejercicio. Esta cantidad (se ha distribuido entre el 38,5 por 100 en Iberoamérica y el 61,5 por 100 en España y Portugal) es un enorme esfuerzo que sólo tiene sentido si se piensa en términos de inversión a largo plazo, en valores intangibles, pero absolutamente esenciales.

Una de las medidas del nuevo Plan de Responsabilidad Corporativa del SCH (el Plan sigue los principios del Pacto Mundial de la ONU,

que abarca aspectos relacionados con los derechos humanos, las normas laborales y el medio ambiente) será la creación de un departamento específico que coordinará todas las actividades relacionadas con la responsabilidad social corporativa y que informará trimestralmente a la Comisión Ejecutiva del Banco, así como al Consejo de Administración.

Según un estudio reciente (9), el 64 por 100 de las empresas españolas que aseguran realizar actividades comprometidas con la sociedad lo hace sin un planteamiento global ni una medición sistemática de los resultados. Es decir, comienzan a entender la repercusión de su compromiso con la sociedad en la cuenta de resultados, aunque todavía están muy alejadas de sus homólogos anglosajonas.

Las áreas de actuación de las grandes empresas españolas en proyectos sociales no se corresponden en general con las prioridades de los ciudadanos. Para ellos, la acción social es mucho más importante que el deporte o la cultura, que son las áreas donde hasta ahora concentraban sus recursos las empresas. No obstante, cada vez se amplía más la gama de acciones sociales de las empresas mercantiles impulsando la integración laboral de los discapacitados.

La idea de que la principal función de una empresa es generar valor para sus accionistas está cada vez más fuera de contexto, y la responsabilidad social corporativa es una muestra de la nueva dimensión que esta idea está tomando. Es conveniente dar una dimensión social a la estrategia empresarial.

#### IV. REPUTACIÓN CORPORATIVA

El mundo de la gestión está cambiando y cada vez más mira

hacia afuera. Las empresas consideran que la reputación es un factor de éxito. Desde finales de los años noventa, están proliferando en los países occidentales, y especialmente en Estados Unidos, una serie de *rankings* que persiguen medir todas las variables con las que se construye la reputación corporativa.

«Queremos dar a la sociedad lo que se espera de nosotros». Es el mensaje de fondo de Telefónica, BBVA, Repsol YPF y Aguas de Barcelona (Agbar), cuatro de los mayores grupos españoles que se han unido para crear el Foro de Reputación Corporativa. Este organismo pretende ser un referente en la gestión de activos intangibles.

Además, promoverán la creación de un índice español de sostenibilidad, similar al de la Bolsa de Nueva York, *Dow Jones Sustainability Index*, creado en 1999 como índice ético para reconocer a aquellas empresas comprometidas en el desarrollo sostenible.

El Protocolo de Kioto, la cumbre de Johannesburgo, Davos y el Informe Aldama muestran un conjunto de iniciativas con un denominador común: responder a las demandas de la sociedad y de los pequeños accionistas.

La defensa del medio ambiente, la explotación infantil, la transparencia, la discriminación y la solidaridad son algunos de los aspectos que más preocupan a los ciudadanos y que las empresas necesitan aprender a gestionar, pues no basta con proyectar una imagen, sino que realmente se debe actuar conforme a estos valores.

«En el mundo de hoy, cuando las ideas sustituyen a las cosas en los procesos de creación de riqueza, la reputación se está convirtiendo en una fuerza ma-

yor de progreso económico», lo dijo Greenspan en la Universidad de Harvard.

Con el eslogan «El valor de las ideas», el Santander Central Hispano ha lanzado una campaña de acciones humanitarias con la ayuda de la nómina o pensión de los clientes. Domiciliándola en el SCH contribuirán éstos al crecimiento de países en vías de desarrollo sin que les cueste nada. Porque con cada nómina el banco donará 100 euros a Cruz Roja Española destinados a impulsar proyectos de salud, educación y saneamiento de aguas (la cantidad máxima que se donará a Cruz Roja será de dos millones de euros).

El grupo SCH potenciará las campañas de *marketing* social, en colaboración con organizaciones humanitarias, y seguirá incrementando su aportación social en educación. El Banco colabora con más de 700 universidades de 10 países, a través del Programa de Universidades y del Portal Universidad (buque insignia del proyecto de patrocinio y difusión de la cultura destinado a un segmento estratégico para el negocio como es el juvenil).

El Santander Central Hispano promoverá la coparticipación de empleados y empresas en proyectos solidarios. En este sentido, ha creado un fondo para actuaciones sociales, con una aportación inicial de un millón de euros, al que los trabajadores podrán realizar aportaciones voluntarias. También destinará parte de sus esfuerzos a la formación de sus empleados en materia de responsabilidad social corporativa (instruir e ilusionar a los empleados con este nuevo proyecto), con un programa específico para los analistas de riesgos, con el fin de que se asegure la plena incorporación a su actividad de los principios que inspiran este plan.

Por otro lado, la línea de «microcréditos» puesta en marcha por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) se dirige a los sectores más desfavorecidos de la sociedad (parados, hogares monoparentales, inmigrantes, mujeres y discapacitados) con el fin de fomentar el autoempleo mediante la creación de pequeñas empresas. Este programa se ha puesto en marcha gracias al convenio de colaboración firmado con el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), institución que participa como garante parcial de las operaciones y que será quien asuma el mayor porcentaje de riesgo.

El sector financiero es el que cuenta con mayor reputación corporativa en España, según el índice Merco, elaborado a partir de las respuestas de un universo de 10.000 directivos de 2.150 empresas. Las seis primeras entidades financieras que los directivos más valoran en la actualidad aparecen entre las 50 empresas con mayor reputación del país, y la variable más destacada, curiosamente, no han sido los resultados económicos, sino la ética y responsabilidad social y la cultura corporativa.

El índice evalúa a empresas, gestores y sectores en función de variables como los resultados económico-financieros, la calidad producto-servicio, la cultura corporativa y laboral, la ética y responsabilidad social corporativa, la dimensión global de las empresas y su presencia internacional, y la investigación y desarrollo (10).

En la investigación de los *rankings* de marcas de entidades financieras realizada por el equipo Irma en 2002, se ofrecen los siguientes resultados: entidades financieras con mejor reputación de marca a escala nacional; entidades financieras de carácter auto-

nómico con mejor reputación de marca, y factores de reputación más valorados por los clientes de bancos y cajas de ahorros.

El negocio de las entidades financieras depende muy estrechamente de la reputación (percepción de la entidad por la sociedad) y de la confianza que éstas generan con el cliente. Baste recordar que la reputación es la gasolina de la economía de mercado y el carné de las empresas. El refuerzo de la reputación es el efecto más positivo de realizar programas sociales.

## V. VIGENCIA DE LA OBRA SOCIAL

Mientras que las empresas mercantiles están empezando a descubrir el valor de las acciones a favor de los territorios y de su responsabilidad social, las cajas de ahorros actúan desde sus orígenes de forma responsable y proactiva en aras del establecimiento de una sociedad integradora. La clave de la responsabilidad social de estas entidades se encuentra en la Obra Social.

Resulta paradójico que los elementos que mejor caracterizan a las empresas del siglo XXI en las economías más avanzadas constituyan para las cajas parte de sus principios fundamentales desde su creación. Son muchas las empresas que están adoptando códigos éticos o dedicando una parte de sus beneficios a causas solidarias o humanitarias, cuando las cajas de ahorros ofrecen un modelo muy consolidado de relación entre ética y finanzas.

El proceso de modernización de las cajas ha producido efectos sociales de diversos tipos. Por un lado, los vinculados a la actividad financiera y, por otro, los vinculados a

la Obra Social. En el primer caso, hay que señalar que las cajas son la mitad del sistema financiero español, y que su Fondo de Garantía de Depósitos no ha costado un euro a los contribuyentes. Por otro lado, el 97 por 100 de la población española está cubierta por las cajas directamente, y el 3 por 100 de forma indirecta, con desplazamientos de los empleados de las entidades a las localidades en donde no está radicada una oficina. Esto supone estar presentes (las 46 cajas existentes en la actualidad disponían en el año 2002 de 20.350 oficinas distribuidas por todo el territorio español) en áreas que otras entidades no cubren porque esas zonas no resultan, en sí mismas, rentables desde el punto de vista del negocio. Esta función social de las cajas adquiere un especial protagonismo con la globalización de la economía, dado que los desequilibrios producidos por ésta, que afectan sobre todo a las clases sociales más desfavorecidas, hacen más actuales los objetivos que dieron lugar a estas entidades de ahorro en cuanto a combatir la usura y evitar la exclusión financiera hace trescientos años.

En algunos países europeos en los que las cajas han desaparecido (como es el caso del Reino Unido, donde las cajas fueron vendidas al Lloyds Bank) hay estudios que apuntan cómo hoy está aumentando la exclusión social en las actividades del sector financiero. Esto significa que, con la desaparición de las cajas de ahorros, las personas que no tienen una economía fuerte son excluidas con mayor facilidad del conjunto de los servicios financieros. Por el contrario, en aquellos países en los que no han desaparecido, como en el caso de España, esa exclusión no se está produciendo.

En cuanto a los efectos vinculados a la Obra Social, son de suma

importancia. Directa o indirectamente, apenas hay un hecho notable de nuestra historia reciente en el que las cajas no estén presentes. Ésa es su imagen más sobresaliente. Ése es el resultado de una labor anticipadora que ha configurado el país moderno y progresista que hoy es España.

Es la eficiencia en la gestión de las cajas (si no existen beneficios, no puede realizarse la labor social) la que ha permitido en el año 2002 la creación y mantenimiento de 4.845 centros y la realización de 122.331 actividades en las distintas áreas sociales de actuación (cultura y tiempo libre, asistencia social y sanitaria, educación e investigación, patrimonio histórico-artístico y natural) y, por consiguiente, ser solidarios con la sociedad, con un volumen de recursos destinados a Obra Social de 1.070 millones de euros (11), que han beneficiado a 54,5 millones de personas.

La función más visible, desde el punto de vista del papel social que cumplen las cajas de ahorros, es la Obra Social. No obstante, hay que insistir en que, además de financiar obras sociales con sus excedentes, estas entidades desarrollan la función social de movilizar el ahorro, evitar la exclusión y mantener la competencia (12). Las cajas de ahorros son, hoy por hoy, la primera fuerza en el suministro de bienes sociales, después del sector público español. Y principal referente del llamado «tercer sector».

En la actualidad, predominan valores sociales, como la solidaridad y la cooperación, que son realmente significativos para la gestión de la Obra Social y para la definición de su rumbo estratégico. Por otra parte, la utilización de la planificación estratégica y la elaboración de planes de comunica-

ción de la Obra Social son líneas de actuación estratégica tendentes a lograr la eficiencia y preservar la imagen social.

El futuro de la Obra Social debe sustentarse en los criterios básicos de actuación reconocidos en el informe de la Comisión de Estudio de la Obra Social (13): autonomía en la gestión, refuerzo de la profesionalidad de la gestión y cooperación como instrumento para la acción. En el entorno actual, dedicar un mayor esfuerzo hacia la mejor gestión, gobierno y comunicación de la Obra Social es de vital importancia.

Una Obra Social moderna, renovada y sensible a las nuevas demandas sociales contribuirá a reafirmar las señas de identidad de las cajas (entidades de crédito, fundaciones de naturaleza privada, fuerte raíz local y vocación social) en un escenario financiero sometido a un continuo proceso de cambio.

## VI. CONSIDERACIONES FINALES

Desde la perspectiva social del *management*, se está desarrollando un nuevo concepto de empresa que podría calificarse de «empresa socialmente responsable», que genera oportunidades para las empresas que saben responder a lo que la sociedad espera de ellas.

La responsabilidad social es uno de los elementos que más influyen, junto a la calidad del producto o servicio y la atención al cliente, sobre la percepción que la sociedad tiene de las empresas.

En la actualidad, son numerosas las empresas que cuentan con un plan de acción en el campo de la responsabilidad social como res-

puesta a los nuevos modelos de empresa que demanda la sociedad. Este nuevo modelo de empresa basa su gestión en principios de rentabilidad a través de la transparencia y la ética en los negocios.

Existe, sin embargo, a fecha de hoy, una gran diferencia entre lo que hay escrito en el terreno de la responsabilidad social y lo que hay hecho. Entre la teoría y la práctica. Entre los modelos de gestión y la propia gestión.

En este contexto, la entidades bancarias también han comenzado a conceder especial importancia a las acciones sociales desde el punto de vista estratégico y de gestión. Sin duda, están empeñando a comprender que la gestión de los activos intangibles es fuente de rentabilidad.

Ahora bien, mientras que los bancos tienen como objetivo último el beneficio para sus accionistas, las cajas de ahorros tienen como finalidad fundamental la Obra Social, que es su razón de ser y el elemento diferenciador respecto a las demás entidades financieras, además de llevar a cabo otras funciones sociales en beneficio de la sociedad española.

La responsabilidad social es, por tanto, la característica dominante en las cajas de ahorros a lo largo de toda su evolución, y el compromiso ético, lejos de ser reflejo de una presión social externa, constituye un componente esencial de su naturaleza. Así pues, estas entidades son las que tienen el modelo que pide la sociedad del siglo XXI.

Parece lógico que la reputación corporativa pase al primer plano como garantía de que las empresas son tan sólidas como parecen, puesto que también lo parecían

no hace mucho algunas de las que hoy están envueltas en quiebras o investigaciones judiciales.

Desde hace unos años, estamos asistiendo a una gran invasión de nuevos mensajes en los medios de comunicación que se limitan a presentar una marca, un logotipo o un slogan. Es la revolución pacífica del *marketing* que, a través del patrocinio —con sus dos planteamientos, cultural y deportivo—, está invadiendo todos los ámbitos de la sociedad. En consecuencia, para difundir las acciones sociales y promover la imagen corporativa, la clave de los bancos, como sociedades anónimas, está en el *marketing* social o con causa.

Otra de las herramientas a utilizar por las empresas para que su negocio crezca y se diversifique es el *corporate venturing*, es decir, utilizar las iniciativas que proceden de la propia plantilla para desarrollar nuevos negocios. Asimismo, muchas empresas que realizan actividades medioambientales o sociales en España han basado su desarrollo en los empleados, con respuestas positivas. Involucrar a los empleados en proyectos de cooperación social es clave para fomentar la Obra Social de las cajas de ahorros.

La reputación corporativa, en suma, no es algo que se pueda crear ni mejorar al azar. En el entorno dinámico en que se mueven las organizaciones, la sociedad premiará a aquellas que puedan mostrar evidencia de un marco articulado de identidad corporativa y responsabilidad. La reputación será así un factor competitivo diferencial.

La apuesta por cualquier iniciativa que contribuya al aumento de la transparencia de las empresas debe ser bien saludada. Así,

la Ley de Transparencia de julio de 2003 tiene como fin el reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. Confiamos en que el desarrollo del gobierno corporativo en las empresas no sea una cuestión más cosmética que real.

#### NOTAS

(1) DAFT, R.(1998), *Teoría y diseño organizacional*, Thompson Editores, México.

(2) Véase el artículo «Sociomanagement para la economía global», reproducido en la obra de J. ÁGUILA (2003), *Personas, gestión y logos*, Gestión, 2000, Barcelona: 173-180.

(3) SÁNCHEZ, C. (2002), «Responsabilidad social corporativa», *Expansión*, 7 de diciembre: 31

(4) EPSTEIN, M. J., y BIRCHARD, B.(2001), *La empresa honesta*, Paidós, Barcelona.

(5) COSTA, J. (1995), *Comunicación corporativa y revolución de los servicios*, Ciencias Sociales, Madrid.

(6) CASTELLÓ, E. (2002), «Los activos intangibles en la era del conocimiento», *Boletín de Estudios Económicos*, n.º 176: 176-226.

(7) Una síntesis de los códigos de conducta y de los códigos éticos aplicados en dos entidades financieras españolas se recoge en la obra de FAINE, I., y TORNABELL, R. (2001), *Pasión por la Banca*, Deusto, Bilbao: 191-215.

(8) Se trata del modelo «navegador de negocios» propuesto por EDVISON (*El capital intelectual*, Gestión 2000, Barcelona, 1999) y el «cuadro de mando integral» de KAPLAN Y NORTON (*The balanced scorecard*, Gestión 2000, Barcelona, 1997).

(9) Fundación Empresa y Sociedad, CSR Europe y Mori (2001), «Estudio de opinión sobre la responsabilidad social de la empresa. La responsabilidad social tiene premio», *Marketing + Ventas*, n.º 155: 56-59.

(10) El índice Merco lo realiza Análisis e Investigación. Una referencia del *ranking* general puede verse en *Expansión*, 3 de marzo de 2002: 11.

(11) CECA. *Memoria Obra Social 2002*, Madrid.

(12) LAGARES, M. (2002), «La responsabilidad social de las Cajas de Ahorros», en *Los microcréditos, compromiso social y apuesta de rentabilidad*, Grupo Nuevo Lunes, Madrid: 15-20.

(13) CECA (1999), *Informe de la Comisión de Estudio de la Obra Social*, Madrid.

## COLABORADORES EN ESTE NÚMERO

**CABALLERO MIGUEZ, Gonzalo.** Licenciado con premio extraordinario en Ciencias Económicas y Empresariales en las especialidades de Economía Pública y Economía Industrial. Es doctor en Economía por la Universidad de Vigo, sobresaliente cum laude por unanimidad, y ha sido *Visiting Researcher* en el Department of Economics de la Washington University. Ha sido profesor invitado en los departamentos de Economía Aplicada y de Fundamentos del Análisis Económico, Historia e Instituciones Económicas de la Universidad de Vigo. Ha publicado trabajos en revistas nacionales e internacionales, y ha participado en diversos congresos, seminarios y jornadas de una decena de países. Es especialista en economía de las instituciones, teoría económica y economía política.

**CARBÓ VALVERDE, Santiago.** Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, Doctor (PhD) en Economics y Master in Banking and Finance por la University of Wales, Bangor, (Reino Unido). *Visiting Research Fellow* del Institute of European Finance (Reino Unido). Es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada. Ha sido director del área de estudios de la Caja General de Ahorros de Granada. En la actualidad, es investigador de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Autor de numerosos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Regional Studies*, *Journal of Economics and Business*, *The Manchester School*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *Applied Economics*, *Revue de la Banque*, *Investigaciones Económicas*, *Revista de Economía Aplicada*, *Moneda y Crédito*, *Información Comercial Española*, y *Perspectivas del Sistema Financiero*.

**CASTELLÓ MUÑOZ, Enrique.** Nació en Torrent (Valencia) en 1944. Es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y diplomado en Estadística e Investigación Operativa por la Universidad Complutense de Madrid. Catedrático de Economía de la Empresa (Área de Organización de Empresas) en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense. Director de la Escuela de Estudios Cooperativos, desde 1984 a 1990. Ha desempeñado diversos cargos directivos en la Confederación Española de Cajas de Ahorros y ha formado parte de diferentes comités técnicos de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros y del Instituto Mundial de Cajas de Ahorros con sede en Bruselas. También es director de cursos de especialización en la Escuela Superior de Cajas de Ahorros, y ha publicado diversos libros y numerosos artículos sobre temas empresariales y financieros.

**CRESPI CLADERA, Rafel.** Catedrático de Organización de Empresas en la Universidad de las Islas Baleares. Doctor por la Universidad Autónoma de Barcelona, donde ha ejercido como profesor titular. También ha sido profesor de la Universitat

Pompeu Fabra e investigador visitante de la Said Business School (Oxford University) y Tilburg University (Holanda). Sus trabajos de investigación se centran principalmente en temas de gobierno corporativo, con estudios sobre la estructura de propiedad de la empresa española y mecanismos de gobierno de las empresas cotizadas y de las instituciones financieras.

**DOW, Sheila C.** Es profesora del Departamento de Economía en la Universidad de Stirling (Escocia), donde ocupa la *Chair on International Network for Economic Method*. Ha desarrollado, asimismo, actividades de investigación y docencia en la Universidad Simon Fraser y la Universidad de Glasgow. Asimismo, ha sido economista del Departamento de Finanzas del Gobierno de Manitoba (Canadá). Sus principales campos de investigación son la economía monetaria, la historia del pensamiento económico, el sistema financiero y la economía post-keynesiana, siendo autora de numerosas publicaciones en revistas tales como *Journal of Post-Keynesian Economics*, *Journal of Regional Science o Economic Journal*, entre muchas otras. Ha sido, asimismo, miembro del Consejo de la Royal Economic Society y tesorero de la Scottish Economic Society. Ha sido miembro del consejo editorial del *Journal of Economic Methodology*, *Regional Studies*, *Archives of Economic History* y miembro fundador de *Monnaie et Production*, *Review of Political Economy*, *Journal of Economic Methodology* y *Ekonomia* (1997).

**GALÍ, Jordi.** Nace en Barcelona en 1961. En 1989 se doctora en economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT). Entre 1989 y 1994 es profesor en Columbia University. Entre 1994 y 2000 es catedrático del Departamento de Economía de New York University. En la actualidad es director del Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) y catedrático del Departament d'Economia i Empresa de la Universitat Pompeu Fabra. Es co-director del International Macroeconomics Programme del Centre for Economic Policy Research (CEPR) de Londres, así como Research Associate del National Bureau of Economic Research (NBER) en Cambridge, MA. Es autor de numerosos artículos en revistas especializadas y co-editor del *Journal of the European Economic Association*. Sus principales contribuciones se centran en temas relacionados con el ciclo económico y la política monetaria.

**GARCÍA CESTONA, Miguel Ángel.** Profesor titular de Organización de Empresas en la Universitat Autònoma de Barcelona. Doctor por la Universidad de Stanford (EE.UU.), ha sido investigador visitante en el ITAM (México) y en la Universidad de Kobe (Japón). Sus trabajos de investigación abordan la problemática del gobierno de la empresa y el análisis institucional comparado. Ha publicado trabajos sobre la relación banca-industria y los problemas de gobierno corporativo con aplicaciones a empresas no financieras e instituciones bancarias, especialmente cajas de ahorros.

**HUMPHREY, David B.** *Doctor (PhD) in Economics* por la Universidad de California (Berkeley). Ha desempeñado diferentes cargos en la Reserva Federal (Washington DC), la Reserva Federal de Richmond (Virginia), así como en otras administraciones públicas estadounidenses. En la actualidad es catedrático de Banca y Finanzas en la Florida State University. Es autor de numerosos artículos y publicaciones sobre una amplia gama de temas del sistema financiero, y es miembro del comité editorial de varias revistas internacionales de ese campo.

**KANE, Edward J.** Es *James F. Cleary Professor in Finance* en el Boston College. Se graduó en la Universidad de Georgetown y se doctoró en el Massachusetts Institute of Technology (MIT). Entre 1972 y 1992, ocupó la Everett D. Reese Chair of Banking and Monetary Economics en la Ohio State University. Asimismo, ha sido profesor en las universidades de Princeton e Iowa State, así como profesor visitante en la Universidad de Estambul, la Universidad Simon Fraser la Arizona State University, la University of Arizona y la Universidad Deakin de Australia. Ha actuado como consultor, entre otros numerosos organismos e instituciones, del Banco Mundial y la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Ha sido presidente de la American Finance Association y Guggenheim fellow. Actualmente, es vicepresidente de la International Atlantic Economic Society y la North American Economics and Finance Association. Obtuvo el premio Adam Smith de la National Association of Business Economists en 2002. Del mismo modo, ha recibido otros premios, como los de la International Atlantic Economic Society (2000) y la Eastern Finance Association (1998). Es autor de más de cien artículos en revistas económicas y financieras de primer nivel y ha ocupado cargos editoriales en numerosas revistas de primer nivel como *Journal of Finance*, *Journal of Banking and Finance* y *Journal of Money, Credit and Banking*.

**LÓPEZ DEL PASO, Rafael.** Nacido en La Zubia (Granada) en 1977. Licenciado y doctor en Economía por la Universidad de Granada. Ha realizado estudios de postgrado en la London School of Economics y la Universidad Complutense de Madrid. En la actualidad es investigador adscrito del Programa de Investigación de Sistema Financiero y del Gabinete de Análisis Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS) y profesor colaborador de la Universidad de Granada.

**LÓPEZ HERNÁNDEZ, Antonio M.** Es catedrático de Universidad y director del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Granada. Es miembro del grupo promotor de la Comisión de Contabilidad y Administración del Sector Público de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), miembro del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, miembro de la Asociación de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC), miembro del comité de evaluación de varias revistas y autor de numerosos artículos en revistas nacionales e internacionales.

**MAUDOS, Joaquín.** Licenciado y doctor (premio extraordinario) en Ciencias Económicas por la Universitat de València (1995), es en la actualidad profesor titular de Universidad adscrito al Departamento de Análisis Económico de la Universitat de València y profesor investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie). Sus campos de especialización son la economía bancaria y la economía regional. Investigador visitante en el curso 1995-1996 en el Departamento de Finanzas en Florida State University. Ha publicado cinco libros en colaboración y más de 40 artículos de revistas especializadas tanto a nivel nacional (*Investigaciones Económicas*, *Moneda y Crédito*, *Revista Española de Economía*, *Revista de Economía Aplicada*, *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, entre otras) como internacional (*Applied Economics*, *Applied Financial Economics*, *Economics Letters*, *Entrepreneurship and Regional Development*, *International Journal of Transport Economics*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *Regional Studies*, *Review of Income and Wealth*, *Transportation Research*, *Journal of Banking and Finance*), así como diversas colaboraciones en

obras colectivas. Miembro del Consejo Editorial de la European Review of Economics and Finance e investigador principal de proyectos de investigación del Ministerio de Ciencia y Tecnología y de la Fundación BBVA.

**MAULEÓN, Ignacio.** Doctor en Economía por la London School of Economics, titulado del Servicio de Estudios del Banco de España y catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad Rey Juan Carlos (Madrid).

**MOLYNEUX, Philip.** Doctor (PhD) in Economics por la University of Wales (Reino Unido). Catedrático de Banca de la School of Accounting, Banking and Economics de la University of Wales, Bangor (Reino Unido) y co-director del Institute of European Finance. Es autor de numerosas publicaciones sobre temas de estructura de mercado y eficiencia bancaria, entre las que se incluyen varios artículos en el *Journal of Banking and Finance*.

**NOVO PETEIRO, José Antonio.** Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Santiago de Compostela y doctor por la Universidad de A Coruña. Profesor titular de Fundamentos de Análisis Económico de esta Universidad. Sus campos de especialización son la economía bancaria y la organización industrial. Es coautor de varios libros sobre sistema financiero y ha publicado artículos en revistas nacionales e internacionales sobre aspectos relacionados con la competencia en el sector bancario.

**OLIVERA HERRERA, Antonio José.** Nació en Santa Cruz de Tenerife en 1975. Licenciado en Economía por la Universidad de la Laguna en 1999. Máster en Economía Europea por el Instituto Universitario Ortega y Gasset (adscrito a la Universidad Complutense de Madrid). Ha publicado diversos trabajos de investigación en las revistas españolas *Revista Asturiana de Economía* y *Revista de Estudios Regionales*. Actualmente se encuentra realizando la tesis doctoral en la Universidad Complutense de Madrid.

**PADRÓN MARRERO, David.** Nacido en Santa Cruz de Tenerife en 1973. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de La Laguna. Realizó el *Curso de Doctorado en Análisis Económico y Economía Aplicada*, ofertado por el Departamento de Fundamentos del Análisis Económico I de la Universidad Complutense de Madrid, obteniendo el DEA por la Universidad de La Laguna. Ha publicado diversos trabajos de investigación en las revistas españolas *Revista Asturiana de Economía* y *Revista de Estudios Regionales*. Ha sido *Visiting Postgraduate PhD Student* en el Departamento de Economía de la Universidad de Stirling (Escocia). Desde 1998 es profesor asociado del Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de La Laguna.

**PÉREZ, Francisco.** Licenciado y doctor en Ciencias Económicas por la Universitat de València. Catedrático de Análisis Económico y director de Investigación del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE). Sus campos de especialización son la economía financiera (banca y finanzas públicas), el crecimiento económico, la economía regional y la economía de la educación. Ha publicado diecinueve libros en colaboración y más de ochenta artículos en revistas especializadas (entre ellas, *Investigaciones Económicas*, *Moneda y Crédito*, *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, *Revista Española de Economía*, *Hacienda Pública Española*, *Revista de Economía Aplicada*, *Giornale degli Economisti*, *European Research in Regional Science*,

*Entrepreneurship and Regional Development, Regional Studies, Review of Income and Wealth, European Journal of Operational Research, Applied Financial Economics, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*). Ha dirigido siete tesis doctorales y visitado más de cincuenta universidades y centros de investigación de España, Europa y EE.UU. Ha sido *Eisenhower Fellow* en EE.UU. durante 1998. En la actualidad es investigador principal del proyecto del Plan Nacional de Investigación, «Nuevos tipos de capital, crecimiento y calidad de vida: instrumentos de medida y aplicaciones» (SEC2002-03375). Es miembro de diversas asociaciones profesionales y del Consejo de revistas especializadas. Es director de la *Revista Valenciana de Economía y Hacienda* y miembro de la Comisión Valenciana de Acreditación y Evaluación de la Calidad del Sistema Universitario.

**RODRÍGUEZ BOLÍVAR, Manuel Pedro.** Es doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Granada y profesor del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de esta Universidad. Su campo de investigación se centra en el desarrollo del marco conceptual de la información financiera y su implicación en diversos sectores. Es miembro de la Asociación de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC) y autor de diversos trabajos publicados en revistas nacionales e internacionales, así como de capítulos de libros y de aportaciones a congresos nacionales e internacionales.

**RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco.** Nació en Granada en 1975. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Granada y doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por esta Universidad desde 2002. Profesor del Departamento de Teoría e Historia Económica de la citada Universidad. Ha realizado estudios de postgrado en las universidades de Bolonia y Módena (Italia). En la actualidad, es investigador en el Departamento de Estudios e Investigación en Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).

**RODRÍGUEZ FUENTES, Carlos Javier.** (Santa Cruz de Tenerife, 1967). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (1985) y doctor en Economía (1995) por la Universidad de La Laguna. En la actualidad es profesor titular del Departamento de Economía Aplicada de la mencionada Universidad, del cual ha

sido también secretario (1997-1998) y director (1998-2001). Es autor de diversos trabajos de investigación en los que se analiza el papel del sistema financiero en el desarrollo regional, así como la incidencia regional de la política monetaria. Su tesis doctoral resultó premiada en la convocatoria del año 1996 de los Premios del Consejo Económico y Social de España para Tesis Doctorales, siendo posteriormente publicada (año 1997) en su colección de estudios. Sus trabajos de investigación han sido publicados tanto en revistas españolas (*Información Comercial Española, Revista Asturiana de Economía, Revista de Estudios Regionales, Perspectivas del Sistema Financiero, Situación, Estudios de Economía Aplicada*) como internacionales (*Papers in Regional Science, Regional Studies, Scottish Journal of Political Economy*), así como en libros colectivos y monografías.

**SÁNCHEZ LARRIÓN, Raúl.** Doctor en Economía por la Universidad Rey Juan Carlos y profesor titular de Fundamentos del Análisis Económico en la misma Universidad.

**UDELL, GREGORY F.** Ocupa la Bank One Chair of Banking and Finance en Kelley School of Business (Indiana University). Se licenció en DePauw University y realizó su MBA y su doctorado en finanzas en Indiana University. Anteriormente fue profesor de finanzas y director del William R. Berkley Center for Entrepreneurial Studies en la Stern School of Business (New York University). Pertenece al consejo asesor de la Turnaround Management Association, es miembro del consejo asesor académico del Georgetown University Credit Research Center y, asimismo, del consejo de dirección de la Financial Management Association. Ha sido economista visitante y consultor del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, y en la actualidad es asesor de la Reserva Federal de Chicago y del Banco Mundial. Tiene más de 60 publicaciones en revistas como *Economic Journal, Journal of Banking and Finance, Journal of Business, Journal of Financial Economics, Journal of Financial Intermediation, Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Monetary Economics* y *Journal of Political Economy*. Asimismo, es editor asociado de revistas como *Journal of Money, Credit and Banking, Journal of Banking and Finance, Journal of Financial Services Research* y *Small Business Economics* y ha editado algunos volúmenes especiales del *Journal of Banking and Finance* y del *Journal of Financial Services Research*.

## CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO. Alicante.  
CAJA DE AHORROS DE ÁVILA. Ávila.  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz.  
CAIXA D'ESTALVIS DE CATALUNYA. Barcelona.  
CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA (LA CAIXA). Barcelona.  
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CÍRCULO CATÓLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos.  
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres.  
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE (BANCAJA). Castellón.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CÓRDOBA (CAJASUR). Córdoba.  
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca.  
CAIXA D'ESTALVIS DE GIRONA. Girona.  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada.  
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara.  
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAÉN. Jaén.  
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña.  
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria.  
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León.  
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid.  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CÁDIZ, ALMERÍA, MÁLAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga.  
CAIXA D'ESTALVIS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona).  
CAIXA D'ESTALVIS DE MANRESA. Manresa (Barcelona).  
CAIXA D'ESTALVIS LAYETANA. Mataró (Barcelona).  
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia).  
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS (CAJASTUR). Oviedo.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES (SA NOSTRA). Palma de Mallorca.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA. Pamplona.  
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares).  
CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona).  
CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO). Salamanca.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPÚZKOA Y SAN SEBASTIÁN. San Sebastián.  
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife.  
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia.  
CAJA DE AHORROS DE SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla.  
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla.  
CAIXA D'ESTALVIS DE TARRAGONA. Tarragona.  
CAIXA D'ESTALVIS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona).  
CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA (CAIXANOVA). Vigo (Pontevedra).  
CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDÈS. Vilafranca del Penedès (Barcelona).  
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ÁLAVA. Vitoria.  
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGÓN Y LA RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza.  
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGÓN. Zaragoza.

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 99. Las balanzas fiscales en España  
N.º 100. 25 años de información económica

### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 80. Nuevas estrategias bancarias  
N.º 81. Cajas de Ahorros: Novedades legislativas

### ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 20. Principado de Asturias

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 181. Coyuntura de verano y cambios estructurales... para el invierno  
N.º 182. Ahorro, equilibrio y crecimiento

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

- *La fiscalidad efectiva de los productos de ahorro en Europa y EE.UU. y el principio de neutralidad: Análisis comparado y evaluación de la reforma del IRPF de 2003*, de José Manuel González-Páramo y Nuria Badenes Plá
- *Evaluación de la eficiencia del sector público: Vías de aproximación*, de Nuria Rueda López (coord.) y otros
- *Salud y estilos de vida en España*, de Colectivo IOÉ
- *La reforma de la imposición personal sobre la renta: Una evaluación de la reciente experiencia española 1998-2003*, de José Félix Sanz, Juan Manuel Castañer y Desiderio Romero
- *Contabilidad Nacional y medio ambiente*, de Diego Azqueta, Gonzalo Delacámara, Marta Santamaría y Sergio Tirado

EN INTERNET: <http://www.funcas.ceca.es/>

## FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Teléf. 91 350 44 00  
suscrip@funcas.ceca.es

AÑO 2004

Deseo suscribirme a:

	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i> .....	53,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> .....	46,00
Números sueltos .....	17,00
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i> .....	64,00
Números sueltos .....	13,00
<input type="checkbox"/> <i>Serios de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.</i> (un ejemplar) .....	10,22
<input type="checkbox"/> <i>Tres análisis sobre Cajas de Ahorro y sistema financiero</i> (un ejemplar) .....	12,62
<input type="checkbox"/> <i>El balance nacional de la economía española</i> (un ejemplar) .....	13,00
<input type="checkbox"/> <i>La convergencia real de España en el seno de la Unión Europea ampliada</i> (un ejemplar) .....	13,00
<b><i>Economía y Economistas Españoles</i></b> <input type="checkbox"/> 8 tomos .....	198,57

(más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío  Giro postal Núm. ....  Cheque bancario

Nombre o razón social .....

Profesión, Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

- Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS a mi nombre en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de ahorros:

Firma o sello. 

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX: 91 350 80 40