

# PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

73

Sistema  
financiero:  
Una  
visión  
académica

Wolpertinger 2001



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL



# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

73

2001



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

MANUEL PIZARRO MORENO  
*(Presidente)*  
JUAN R. QUINTÁS SEOANE  
*(Vicepresidente)*  
JOSÉ ANTONIO BONILLA MORENO  
*(Secretario)*  
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO  
FRANCISCO JOSÉ ISASI MARTÍNEZ  
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ  
JESÚS MEDINA OCAÑA  
RICARD PAGÉS FONT  
ATILANO SOTO RÁBANOS  
ADOLF TODO ROVIRA

**Presidente de honor**  
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

**Director**  
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

**Coordinadores**  
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ  
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

**Redactor-Jefe**  
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

**Coordinación gráfica**  
CRISTINA RUIZ TELLO

**Portada**  
Bravo-Lofish

**Edita**  
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas  
para la Investigación Económica y Social  
Padre Damián, 48; 28036-Madrid

**Imprime**  
LAXES, S.L. Ediciones  
Castaño, 11; Polígono Industrial "El Guijar"  
28500-Arganda del Rey (Madrid)

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 1132-9564

# SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN .....	V
■ EL CLUB WOLPERTINGER: ORÍGENES Y FINES. <i>Jack Revell</i> .....	1
■ CONFERENCIA DE APERTURA. <i>Jaime Caruana Lacorte</i> .....	3
■ EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: OBJETIVOS Y RESULTADOS. <i>Braulio Medel Cámara</i> .....	9
■ LAS CAJAS DE AHORROS EN EL MUNDO DE HOY. <i>Victorio Valle</i> .....	25
■ ¿DE QUÉ MANERA EL CAMBIO DE TENDENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES AFECTA A LA COMPETENCIA Y A LA COOPERACIÓN ENTRE LAS BOLSAS EUROPEAS? <i>Jean-Paul Abraham y Anne-Françoise Pirard</i> .....	27
■ REACCIONES DEL MERCADO DE VALORES ANTE LAS ADQUISICIONES DE BANCOS EUROPEOS. <i>Riccardo Ferretti</i> .....	39
■ DESREGULACIÓN Y COMPETENCIA EN LAS CAJAS DE AHORROS. <i>Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Francisco Rodríguez Fernández</i> .....	51
■ UN ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS CAJAS DE AHORROS ITALIANAS. <i>Cesare Bisoni y Stefano Cosma</i> .....	67
■ CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO AL CRECIMIENTO DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS. <i>Marta de la Cuesta, Javier García-Verdugo, Fernando Pampillón y Cristina Ruza</i> .....	87
■ EL NUEVO ACUERDO DE BASILEA: TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN Y VALORACIÓN DE RIESGOS CREDITICIOS. <i>Giuseppina Chesini y Elisabetta Gualandri</i> .....	99
■ CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES DE LAS CRISIS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: LECCIONES PARA PREVENIR Y MANEJAR ESTAS CRISIS. <i>Alicia García Herrero</i> .....	111
■ APLICACIÓN DE ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS EN LA BANCA MINORISTA EN EUROPA. <i>Merja Mankila</i> .....	131
■ CONDICIONES PARA LA REALIZACIÓN DE INVERSIONES RENTABLES EN COMERCIO ELECTRÓNICO. <i>Göran Bergendahl</i> .....	155
■ EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS EN LA UNIÓN EUROPEA: RASGOS DISTINTIVOS, CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y PERFORMANCE. <i>Juan A. Maroto y Mónica Melle</i> .....	161





# Introducción

El devenir del sistema financiero se ha convertido en los últimos años en un pilar fundamental de la economía internacional. A ello han contribuido tanto el espectacular crecimiento e integración que han presentado los mercados e instituciones financieras en todo el mundo como las intensas transformaciones que han afectado y afectan a los mismos. De este modo, la liberalización e innovación financieras observadas en las principales economías occidentales han propiciado una mayor competencia en los distintos mercados, a la vez que estos últimos se han ampliado más allá de las fronteras nacionales.

En cualquier caso, estos cambios agregados se han visto, a su vez, acompañados por otros procesos paralelos recientes de hondo calado. En lo que se refiere a los que afectan al propio sistema financiero, debe destacarse el impacto de las tecnologías de la información. En este sentido, gran parte de las barreras de entrada, costes de transacción y asimetrías informativas que afectaban a la actividad de los mercados e intermediarios financieros y, a su vez, a la relación entre estos y los consumidores, se han reducido (que no eliminado) ostensiblemente. Por otro lado, se observa, asimismo, la concurrencia de acontecimientos históricos de gran repercusión que invitan a una cierta reflexión. Sirvan como ejemplo dos muy actuales. Por un lado, desde la perspectiva europea, la introducción inminente en 2002 de la moneda única supone un cambio histórico, un reto sin precedentes recientes en el que se encuentran implicados todos los sectores económicos y sociales. No pueden olvidarse, tampoco, acontecimientos como los ocurridos en Estados Unidos en septiembre de 2001, ya que, al margen de la incidencia económica y social de los mismos, estos hechos han reavivado el debate respecto a la incertidumbre internacional, el control de los riesgos y la reacción de los sistemas económicos ante las perturbaciones no esperadas.

De cualquier modo, la complejidad adquirida por el sistema económico-financiero internacional revela la dificultad para realizar un diagnóstico de la situación actual, así como para plantear escenarios futuros de actuación desde el punto de vista de la política económica. En este contexto, la visión académica se convierte en una referencia fundamental, y tanto más cuanto más difundida y amplia resulte. Por ello, conviene hacerse eco de estas voces (las académicas) y, en particular, de los foros donde, de forma más o menos amplia, se debate sobre la problemática económico-financiera actual y los retos futuros. En este sentido, este número 73 de *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO* pretende mostrar algunas de las aportaciones más significativas que se realizaron en el Congreso Anual de la Asociación Europea de Profesores Universitarios de Banca y Finanzas 2001, conocida como *Wolpertinger Club*.

Como destaca el presidente del comité del *Wolpertinger*, el profesor **Jack Revell**, en la carta de presentación que abre este número, el objetivo de esta reunión es aportar ideas respecto al funcionamiento actual del sistema financiero en toda su extensión, a la vez que fomentar los lazos de comunicación y colaboración entre algunos de los principales centros de investigación europeos en estas materias. Esta edición, la vigésima, se celebró en Málaga del 5 al 8 de septiembre de 2001, bajo la organización y el patrocinio de FUNCAS y UNICAJA, reuniendo a destacados miembros de la comunidad universitaria europea en materia de banca y finanzas. Desde estas líneas, deseamos agradecer el gran apoyo mostrado por UNICAJA al citado congreso, que contribuyó decididamente al éxito de la citada reunión.

Los trabajos recogidos en el presente volumen, que son el resultado de la paciente tarea de recolección y revisión realizada por **Santiago Carbó** de un amplio

número de las intervenciones en el *Wolpertinger* 2001, pueden dividirse en cinco grandes apartados: los cambios en el sistema financiero y el papel de las cajas de ahorros; las transformaciones de los mercados de valores; competencia, regulación y contribución del sistema bancario al crecimiento regional; estabilidad financiera y regulación prudencial en el sistema bancario internacional, y «nuevas» estrategias para un «nuevo» entorno financiero. Todos ellos ofrecen al lector una visión de gran parte de los ejes de cambio en el sistema financiero actual al comienzo del nuevo siglo.

## LOS CAMBIOS RECIENTES EN EL SISTEMA FINANCIERO Y EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS

Tras la presentación del profesor Revell, el número se abre con el discurso de apertura de *Wolpertinger* 2001, impartido por el gobernador del Banco de España, **Jaime Caruana**, en torno al presente y futuro del sistema financiero. Del mismo modo, en este bloque inicial se introducen las intervenciones realizadas por el presidente de Unicaja, **Braulio Medel**, y por el director general de FUNCAS, **Victorio Valle**, en la sesión inaugural dedicada al papel de las cajas de ahorros en la economía.

El estrechamiento entre la economía real y el sistema financiero, a la vez que la importancia adquirida por este último, son las características más generales del entorno económico actual, en la valoración del Gobernador del Banco de España. Destaca Caruana cómo el desarrollo de las telecomunicaciones, los procesos de privatización o la reforma de los sistemas de pensiones, entre otros factores, han propiciado un notable incremento en las carteras de valores. Todo ello, junto con la liberalización y globalización de los mercados de capitales explicaría, a escala internacional, la «creciente prominencia» de los mercados frente a los intermediarios financieros. Este hecho presenta su manifestación más clara en las pautas de ahorro financiero de las familias, con una importante transición en los últimos años desde los productos bancarios tradicionales a otras formas de inversión, especialmente en renta variable.

No obstante, el papel de los intermediarios bancarios sigue manteniendo una importancia central, especialmente en áreas tales como la concesión de crédito. Las entidades de depósito juegan un papel fundamental como canalizadoras de recursos financieros hacia la inversión productiva. Así lo destaca Caruana, poniendo el énfasis, por otro lado, en la importancia de establecer mecanismos suficientes para paliar los efectos, desde el punto de vista del riesgo, del comportamiento

cíclico del crédito y la morosidad. Estas precauciones encuentran su fundamento en los fenómenos de sobre-reacción cíclica, propiciados por la competencia y las expectativas generadas por los efectos riqueza y confianza, así como en el carácter excesivamente cortoplacista tanto de las estrategias de los gestores de empresas y las entidades financieras como en la propia implantación de la regulación prudencial.

Por último, en lo que respeta al debate relativo al papel de la regulación en el control de riesgos, a juicio del Gobernador resulta de especial interés el caso del crédito, dada su importancia cuantitativa y cualitativa. En este sentido, debe darse un equilibrio entre la responsabilidad de los gestores bancarios y la de las autoridades supervisoras. La acción de estas últimas no debe suponer, en ningún caso, una limitación significativa de las acciones de los intermediarios. En lo referente al riesgo, se subrayan las ventajas posibles de la implantación de las llamadas provisiones estadísticas (o dinámicas). En este sentido, al amparo de la discusión abierta tras el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea de 2001, estas provisiones permiten establecer un control intertemporal del riesgo de las entidades, menos «procíclico», en palabras del gobernador, destacando el papel adelantado de España en este sentido y la repercusión internacional de que ha gozado esta medida.

Sin duda, los cambios en la regulación prudencial realzan el papel del crédito bancario dentro de la economía. En este contexto, no es de extrañar que aquellas entidades con un carácter marcadamente más activo en este segmento de negocio, como las cajas de ahorros, se revelen como instituciones con un papel fundamental en la economía real allí donde su presencia es significativa, como en España. En este sentido se desarrollan las intervenciones de Medel y Valle. En primer lugar, señala el presidente de Unicaja que las cajas de ahorros, y en particular las españolas, presentan características propias que les confieren un carácter especial: fundamentalmente su naturaleza fundacional y su papel económico-social. A pesar de la creciente integración financiera y la intensificación de la competencia con entidades financieras de propiedad accionarial, las cajas de ahorros mantienen una relevancia y una vigencia indiscutibles en el sistema financiero actual. Estas instituciones combinan los objetivos de eficiencia empresarial, eficiencia sectorial y eficiencia económica al compararlas con sus competidores más directos, los bancos comerciales. En este sentido, las *ratios* de eficiencia y rentabilidad resultan, por lo general, más favorables a las cajas, especialmente en el segmento del negocio típico, al margen de las operaciones financieras. Asimismo, las cajas han aumentado su cuota de crédito y depósitos frente a la banca, a la vez que, pese a la reducción del número de entidades, su presencia física, su contribución al empleo y, en de-

finitiva, su servicio al cliente, no ha hecho más que mejorar en los últimos años. En segundo lugar, sectorialmente, se destaca el papel de las entidades ahorristas como garantes de la estabilidad en los últimos años, proporcionando recursos financieros tanto al sector real como en el mercado interbancario para garantizar la provisión de crédito, a la vez que mantienen un elevado grado de solvencia y de control de la morosidad. En cuanto al tercer elemento distintivo, los objetivos sociales, se destaca la contribución del sector de cajas para evitar la exclusión financiera y social, especialmente en aquellas áreas geográficas donde, de no ser por estas entidades, no estaría garantizado el acceso a los servicios bancarios e, indudablemente, por las aportaciones realizadas por medio de su Obra Benéfico-Social.

El papel singular de las cajas de ahorros es, asimismo, enfatizado por el profesor Valle, al señalar su doble carácter fundacional y privado. Se destaca, asimismo, cómo la naturaleza no societaria de estas entidades no ha impedido el mantenimiento de elevados niveles de solvencia. Del mismo modo, su fortaleza competitiva se apoya, en gran medida, en el elevado nivel de cooperación dentro del sector —principalmente a través de CECA—, con una repercusión muy positiva sobre la eficiencia de estos intermediarios. Las cajas son percibidas por la sociedad como entidades «especiales», particularmente cercanas al cliente y preocupadas fundamentalmente por lo social. Por todo ello, no conviene cuestionar su vigencia y su papel como intermediarios en la actualidad, especialmente cuando la experiencia de las reformas emprendidas en otros países en este sector no parece haber repercutido favorablemente sobre los sectores sociales más desfavorecidos, ni haber aumentado la competencia y/o la eficiencia agregada de la industria bancaria. En este sentido, el director de FUNCAS propone algunas guías de actuación en relación con las cajas de ahorros españolas para los próximos años, entre las que destacan el fortalecimiento de su carácter fundacional y privado; la necesidad de avanzar en la profesionalización de sus órganos directivos y de representación, y un mayor énfasis y atención al «dividendo social» que aportan.

## LAS TRANSFORMACIONES EN LOS MERCADOS DE VALORES

El papel de los mercados financieros y su progresiva integración con los intermediarios son dos hechos indiscutibles en el sistema financiero actual. En esta línea, se incluyen en este bloque dos trabajos que tratan de explicar ambos fenómenos en el entorno europeo. En el primero de ellos, los profesores **Jean-Paul Abraham** y **Anne-François Pirard** analizan el impacto de la evolución reciente de las bolsas sobre la integración,

competencia y cooperación en los mercados de capitales europeos. Los autores muestran cómo se ha producido recientemente en Europa una tendencia hacia la integración de los mercados de capitales, acompañada del advenimiento de una moneda única. A su vez, se han observado importantes incrementos en las cotizaciones bursátiles, seguidos de drásticas correcciones en la valoración de las empresas «tecnológicas». En conjunto, estos factores han alterado las relaciones de competencia-cooperación en los mercados de valores europeos, cuyos acuerdos más significativos son señalados por los autores.

El análisis de Abraham y Pirard se centra fundamentalmente en las intensas transformaciones acontecidas desde 1999, dado que, en cierto modo sorprendentemente, el incremento de la competencia y de la integración ha ido acompañado de una mayor volatilidad, e incluso de ciertos escándalos financieros. Como respuesta, se observa una tendencia en la regulación hacia una mayor transparencia, a la vez que una mayor integración y cooperación. En cualquier caso, estos procesos se han visto acompañados de un sensible retroceso en las cotizaciones de los mercados «tecnológicos», cuya caída desde el segundo trimestre de 2000 ha sido, en general, espectacular. Asimismo, resulta destacable el hecho de que, en este contexto, se haya observado una mayor correlación internacional entre las diferentes plazas financieras nacionales cuando las cotizaciones han ido a la baja, lo que revela la propagación de esta «crisis» a escala internacional. En este contexto, los inversores han desplazado sus recursos de la renta variable a la renta fija, a la vez que las compañías han reducido sus emisiones de acciones.

El papel reciente de la regulación en los procesos de transformación de estos mercados, a juicio de los autores, ha sido bastante limitado en la resolución de estos problemas, dado que el caldo de cultivo en el que se han desenvuelto los mismos no ha resultado el más adecuado. Este hecho ha contribuido a un cierto retroceso en materia de cooperación en los mercados de valores, a la vez que se ha intensificado la marginalidad de las plazas con menor representación. En definitiva, parece más probable que continúen las estrategias orientadas hacia una mayor consolidación en ciertos mercados financieros y un mayor deterioro de la cooperación. En cualquier caso, la intensificación de la competencia es la única tendencia que parece inevitable.

Junto con los episodios recientes en los mercados de valores, el trabajo del profesor **Riccardo Ferretti** profundiza en la progresiva integración entre las bolsas y las instituciones bancarias. En particular, se analiza la reacción de los mercados de valores ante los procesos de fusiones recientemente acontecidos en la banca eu-

ropea. En estas fusiones, las cotizaciones bursátiles de los bancos oferente y objetivo se convierten en una información de primer orden para la determinación de la rentabilidad denominada «anormal», que es la que va más allá del valor contable de la operación, expresando las plusvalías del mercado, las reacciones en las cotizaciones ante los anuncios de fusión e incluso la valoración de los rendimientos futuros de la entidad resultante. Estas primas se elevan frecuentemente, como señala el autor, por encima de dos veces el valor contable de la entidad resultante, y parecen haber aumentado a medida que se han extendido las medidas liberalizadoras en el sector financiero.

En su estudio, Ferretti centra la atención en el valor de la empresa oferente, teniendo en cuenta que la mayor parte de estudios al respecto han señalado que en las operaciones de adquisición se realizan valoraciones exageradas de las empresas objetivo, por lo que el valor de mercado de la empresa oferente debería disminuir. Los resultados obtenidos parecen confirmar que esta valoración negativa (de las entidades oferentes) por parte de los mercados se produce tanto para las entidades italianas como para los bancos de la Europa continental analizados y, asimismo, se ha acentuado con el paso del tiempo. Cuando se amplía el horizonte temporal (previo y posterior a la oferta) para el análisis de las reacciones éstas se agudizan aún más en sentido negativo, especialmente para las entidades italianas, representativas en este estudio de un mercado financiero «modesto». Por tipos de entidad, Ferretti muestra cómo las valoraciones resultan más negativas en la banca comercial que para las entidades cooperativas en horizontes temporales reducidos, si bien esta relación se invierte a medida que se amplía la perspectiva temporal, por lo que el tipo de propiedad no parece ser un determinante significativo de las diferencias en la valoración. A su vez, el autor muestra cómo pueden existir motivaciones adicionales para las valoraciones negativas observadas, más allá de la dimensión o la forma de materializar la operación (como los pagos realizados o las reestructuraciones previstas). En definitiva, los mercados parecen «castigar» las fusiones que no responden necesariamente a criterios de eficacia y eficiencia económica, y revelan la valoración cada vez más certera que los mercados ofrecen de este tipo de procesos.

### COMPETENCIA, REGULACIÓN Y CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO AL CRECIMIENTO REGIONAL

En lo que respecta al sistema bancario, varios factores han adquirido una relevancia significativa en los últimos años. Por una parte, se han prologado las es-

trategias de consolidación, con un desarrollo paralelo a la liberalización. Por otro lado, la regulación se ha manifestado en algunos países de forma particularmente activa, tratando de llevar a cabo reformas sobre el conjunto del sector que han afectado particularmente a ciertos tipos de instituciones. Por último, en la confluencia de estos procesos no puede olvidarse la relación entre el sector bancario y el crecimiento económico. En este sentido, parece conveniente considerar cuál es el ámbito de mercado relevante para el análisis competitivo y el estudio del impacto del sector bancario sobre el sector real. A la luz de los datos disponibles, la perspectiva regional resulta, sin duda, la más adecuada en la industria bancaria europea.

La primera de las aportaciones de este bloque corresponde a los profesores **Santiago Carbó, David B. Humphrey y Francisco Rodríguez**, quienes analizan los efectos de la desregulación y la competencia en el sector de cajas de ahorros español. El estudio pretende evaluar la «habilidad» relativa de varios indicadores para evaluar la competencia. A los tradicionales índices de concentración, como el índice HHI, se añaden medidas más directas, como el diferencial de precios de créditos y depósitos o el *mark-up* del precio de los activos totales respecto a su coste marginal.

El análisis se extiende a varias categorías de tamaño y por regiones, considerando tanto el efecto de las fusiones como el de la liberalización para la apertura de sucursales en 1989. Los autores muestran cómo se ha producido un importante descenso en la concentración —ofreciendo una medida del indicador HHI tanto a partir de las sucursales como para los mercados de créditos y depósitos— del sector de cajas de ahorros entre 1986 y 1999, disminución que puede atribuirse fundamentalmente a la liberalización, en tanto que su efecto positivo sobre la competencia parece haberse impuesto claramente al aumento de la concentración que se derivaría del gran número de fusiones y adquisiciones ocurridas en el sector. Por tamaños, si bien la reducción de la concentración es generalizada, resultó más intensa en las entidades de tamaño más reducido. En cuanto a la división regional, los autores no encuentran diferencias significativas entre las regiones consideradas, si bien las entidades que operan en un ámbito multimercado presentan los menores índices HHI, a la vez que en todas las regiones se observa un cierto repunte en la concentración en los años que siguen a las principales fusiones. Si se atiende a los diferenciales de precios, parece mantenerse la hipótesis de que se ha producido un incremento significativo de la competencia en el sector de cajas de ahorros. Sin embargo, la relación entre estos indicadores de precios y los de concentración no resulta estadísticamente significativa, ni la de los precios con los beneficios. Estos

dos resultados demuestran, en la visión de los autores, la escasa vigencia del conocido paradigma Estructura-Conducta-Resultados (SCP) para explicar la competencia en los mercados bancarios. Como alternativa de medición, se emplea, por último, el *mark-up* del precio de los activos totales respecto a su coste marginal, indicador que incluye todas las fuentes de costes e ingresos de la entidad para el cálculo de precios medios y costes marginales. Esta medida revela, una vez más, un incremento de la competencia en la industria, si bien más atenuado que el que se deduce del análisis de la concentración o los diferenciales básicos de precios. A su vez, revela diferencias entre las regiones que no aparecen cuando se emplean otros indicadores. Por lo tanto, teniendo en cuenta la información con la que cuentan las autoridades supervisoras habitualmente, los autores recomiendan el empleo de una batería de indicadores más allá de los tradicionales (concentración, márgenes de intermediación) y, sobre todo, de mediciones directas y con mayor contenido informativo, como el *mark-up* analizado en este trabajo.

Otro de los aspectos de mayor trascendencia en el sector bancario europeo son los procesos de reforma del mismo que se han desarrollado en algunos países. En concreto, destacan aquellos que han conducido a una cierta reorientación (en algunos casos desaparición) del sector de cajas de ahorros. Como ejemplo de estas transformaciones, se incluye en este bloque el trabajo desarrollado por los profesores **Cesare Bioni** y **Stefano Cosma** referente a la reforma del sector de cajas de ahorros en Italia. En primer lugar, los autores realizan un repaso de las principales medidas legislativas que condujeron a la privatización de este sector, iniciadas con la Ley Amato (1990) y desarrolladas posteriormente con la Directiva Dini (1994) y el Decreto Ciampi (1999). El desarrollo de varias medidas legislativas ilustra las numerosas dificultades que ha afrontado (y aún afronta) este proceso, debidas a numerosos factores de carácter técnico, organizativo e incluso cultural. Cuando se analiza esta reforma a partir de los principales indicadores del sector, se observa el papel que han jugado históricamente las cajas de ahorros italianas en el mantenimiento de una oferta amplia y cercana al cliente, y de una presencia territorial compatible con el mantenimiento de unos niveles de eficiencia y rentabilidad adecuados. Si bien las cajas de menor dimensión han afrontado menores niveles de eficiencia por término medio, su rentabilidad se ha mantenido habitualmente por encima de la media del sector. Por otro lado, las de mayor tamaño han jugado un papel fundamental en la banca italiana, tanto en materia de cooperación como en la formación de importantes grupos bancarios confederados. En tercer y último lugar, en lo que se refiere a la evaluación general del proceso, el principal argumento que se ha mantenido para la pri-

vativación de las cajas italianas ha sido la necesidad de reforzar la capitalización relativa de gran parte de ellas, argumento tan discutible como difícilmente exportable a otros países. Por otro lado, el proceso se halla, en gran medida, inconcluso, tanto por la reticencia de las fundaciones para ceder completamente la gestión y el control como por la dificultad de dar salida en los mercados de valores a un volumen de activos de tan tremenda envergadura. Asimismo, se abren ciertos interrogantes con respecto al mantenimiento futuro de los servicios que sólo han realizado las cajas de ahorros en los últimos años, principalmente en lo que se refiere a su papel social, su cercanía al cliente y su presencia territorial.

En lo que se refiere a los vínculos entre el sistema bancario y el crecimiento regional, éstos son analizados por los profesores **Marta de la Cuesta**, **Javier García-Verdugo**, **Cristina Ruza** y **Fernando Pampillón**. Los autores repasan las principales teorías referentes a las relaciones entre lo real y lo financiero, mientras que, por otro lado, se realiza un análisis de los vínculos entre el sector bancario y el real (desde la perspectiva regional) y de cómo la transformación del primero afecta al segundo. A las teorías tradicionales que atribuyen al sistema bancario las funciones de canalización del ahorro hacia la inversión y de transformación de activos mediante la reducción de las asimetrías informativas, se unen nuevas teorías que destacan el papel de las entidades de depósito en el establecimiento de un canal importante de financiación a la economía real, con implicaciones sustanciales para el establecimiento de la política monetaria. En este sentido, se han desarrollado algunos trabajos recientes a escala internacional que han subrayado los vínculos entre el desarrollo financiero de una economía y su crecimiento real.

En lo que respecta al papel de la banca en el crecimiento regional, se destaca cómo las diferencias territoriales en la preferencia por la liquidez pueden generar una persistente asimetría en la generación regional del crédito, más favorable a las regiones no periféricas y a las más desarrolladas. Esta diferencia parece acentuarse con los procesos de consolidación y desintermediación financieras. Por ello, las entidades que tienen una fuerte base local o regional pueden desempeñar un papel especialmente significativo en la provisión de crédito. Para contrastar estas hipótesis, los autores realizan un análisis empírico de las relaciones entre la disponibilidad de crédito bancario y el desarrollo regional en España. Los resultados confirman una relación estable entre crédito y crecimiento regional, a la par que se observa un comportamiento no homogéneo entre las distintas regiones, condicionado por la fase del ciclo económico y, en otras, se observa incluso una re-

lación inversa entre crecimiento y oferta de crédito. En cualquier caso, el papel del crédito bancario en el desarrollo económico regional resulta más evidente cuando se analiza la renta regional en lugar del PIB, lo que sugiere la existencia de transferencias de crédito entre las distintas regiones que revierten finalmente a la región de origen.

## ESTABILIDAD FINANCIERA Y REGULACIÓN PRUDENCIAL EN EL SISTEMA BANCARIO INTERNACIONAL

En el análisis de los aspectos regulatorios que han afectado al sector bancario no pueden olvidarse dos aspectos de gran relevancia. Por un lado, la repercusión los nuevos acuerdos para el establecimiento de la supervisión prudencial de recursos propios por parte de las entidades de depósito. Por otro, los efectos de las crisis financieras que se observan en los países emergentes, así como las posibles vías para su solución.

En lo que se refiere a la regulación prudencial, las profesoras **Giuseppina Chesini** y **Elisabetta Gualandri** analizan las perspectivas abiertas en materia de regulación y control de riesgos a partir del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea de 2001. Se destaca la necesidad de este acuerdo a partir de los desarrollos del sistema bancario en los últimos años. Tres grandes aspectos —coincidentes con los tres pilares del acuerdo— son destacados. Por un lado, en cuanto a la medición de los requisitos mínimos de recursos propios, la introducción del riesgo operativo. En este sentido, si bien nada cambia con respecto a la medición del riesgo de mercado, se aporta una mayor riqueza y diversificación en la medición del riesgo de crédito. En este punto, resulta, asimismo, destacable la posibilidad de que gozan, bajo ciertos requisitos, las entidades de depósito para acceder a sistemas de evaluación internos, eso sí, mediante *rating* externos de las posiciones financieras individuales. Este énfasis en los sistemas internos se señala, asimismo, en el segundo de los ejes del acuerdo, el papel de las entidades supervisoras para garantizar tanto el cumplimiento de los requisitos mínimos como la adecuada implantación y desarrollo de los sistemas de control internos. El tercero de los elementos destacados (tercer pilar del acuerdo) es la relevancia concedida a la disciplina de mercado como motor de estos procesos, para lo que se considera fundamental garantizar la mayor transparencia y publicidad respecto a las prácticas en materia de recursos propios.

Chesini y Gualandri realzan las ventajas de los sistemas internos de evaluación, si bien advierten de las dificultades para su exitosa implantación y para la ga-

rantía de transparencia y publicidad. De este modo, se requiere un esfuerzo por parte de las entidades bancarias para agilizar, profesionalizar y, en general, dotar de mayor eficiencia a sus sistemas de información. Estos sistemas dotan de un nuevo papel a las autoridades supervisoras, el de la validación. En cualquier caso, las entidades con una gestión más eficiente deben encontrarse beneficiadas en términos comparativos con este acuerdo, siempre que la disciplina de mercado se garantice a través de la transparencia, lo que redundaría en un sistema bancario con menor necesidad de control externo y mayores niveles de medios de eficiencia.

El segundo de los aspectos analizados en este bloque se refiere a las causas, repercusiones y posibles soluciones de las crisis financieras. Estos temas se recogen en el trabajo de **Alicia García Herrero**, desde la perspectiva de las economías emergentes. Se realizan dos aproximaciones a esta problemática. En primer lugar, con un repaso de las principales aportaciones de la historia del pensamiento económico, desde Adam Smith hasta los enfoques más recientes relativos a las crisis financieras, como los de Fisher o Kindleberger, orientados fundamentalmente hacia el comportamiento cíclico de la economía y las consecuencias de los «boom» económicos. En segundo lugar, se realiza un análisis a partir de la perspectiva histórica de las crisis financieras posteriores a Breton Woods, destacando las crisis generalizada en Latinoamérica a comienzos de la década de 1980, la crisis de México en 1994, las crisis asiáticas de 1997, y la crisis de Rusia en 1998. Un elemento clave en gran parte de estos fenómenos es el efecto de propagación que estas crisis tienen en la economía y los mercados de otros países, así como las diferencias que se observan tanto entre cada una de las crisis como en sus efectos sobre cada país.

Entre los factores señalados como causas principales de las crisis, se destacan la debilidad cuantitativa y operativa del tipo de cambio, la implantación de la liberalización financiera sin una adecuada supervisión paralela, los fuertes movimientos de flujos de capital foráneos, el deterioro de la balanza por cuenta corriente, el enorme crecimiento de la deuda externa y la concurrencia de crisis bancarias. La identificación de cada uno de estos factores en cada caso concreto resulta una condición indispensable tanto para la prevención de las crisis como para su posible solución a medio/largo plazo. Entre las vías concretas que señala la autora, se subraya el papel del Fondo Monetario Internacional, el control de la deuda externa para el logro de un mayor compromiso de los inversores privados, unas medidas de política fiscal y monetarias equilibradas en los períodos de mayor estabilidad, y el establecimiento de «redes de seguridad» (prestamista de última instan-

cia, fondos de garantía) para afrontar las crisis bancarias.

## «NUEVAS» ESTRATEGIAS PARA UN «NUEVO» ENTORNO FINANCIERO

La intensidad de las transformaciones acontecidas en el sistema financiero ha obligado a las entidades bancarias y, en general, a las empresas financieras a plantear estrategias competitivas más complejas, así como cambios organizativos y tecnológicos sustanciales. En este apartado se ofrecen tres ejemplos representativos de estas nuevas vías de actuación en el sistema financiero. El primero de ellos, realizado por la profesora **Merja Mankila**, analiza las estrategias de unificación de precios en la banca al por menor, una práctica extendida en este segmento desde los inicios de la década de 1980. Este estudio diferencia entre los países del Sur, centro, y Norte de Europa. En el análisis, fundamentado en dieciocho encuestas realizadas sobre un conjunto de entidades de depósito europeas, se distinguen tres tipos de objetivos a partir de las estrategias de unificación: los basados en la eficiencia en costes, los relacionados con la venta cruzada y los relativos a la fidelización.

La unificación de precios es presentada como una estrategia rentable para las entidades de depósito en un entorno cada vez más competitivo, ante la amenaza de reducción de la fidelidad de la clientela, al aumentar su cultura financiera y ampliarse su demanda de este tipo de servicios. Los resultados del análisis realizado por Mankila revelan la dificultad de alcanzar todos los objetivos de la unificación con un solo modelo, a la luz de las prácticas analizadas. La eficiencia en costes dificulta el «manejo» de la demanda en entornos de creciente competencia; la venta cruzada presenta ventajas, pero no supone una acción individualizada y directa sobre el cliente, y la fidelización suele tener una duración reducida. Por ello, se propone, entre otras medidas, el establecimiento de incentivos que permitan las relaciones a largo plazo, la combinación de estrategias de unificación en función del segmento objetivo (banca *on-line* para las cuentas de ahorro y banca a través de las oficinas para la negociación de préstamos, por ejemplo) y en función de la clientela (estudiantes, clases acomodadas, entre otros). Del mismo modo, la mayor parte de las entidades analizadas revelaron afrontar problemas en la medición de la eficacia de la unificación, a la vez que expresaron su deseo de mejorar y avanzar en este tipo de estrategias, consideradas de gran potencial competitivo.

El segundo de los trabajos de este bloque, realizado por el profesor **Göran Bergendahl**, analiza las

condiciones para una inversión rentable en comercio electrónico desde una perspectiva empresarial amplia. El autor destaca la complejidad de un proceso que requiere desde importantes campañas de marketing y publicidad hasta sistemas de pagos suficientemente solventes. En general, el llamado *e-commerce* ha gozado de un éxito notablemente más significativo entre empresas (B2B o *business-to-business*) que de empresas a particulares (B2C o *business to consumers*). Se proponen una serie de principios económicos para medir y evaluar el impacto de esta «nueva» forma de hacer negocios. La inversión en comercio electrónico aparece como un planteamiento en dos etapas. Por un lado, el establecimiento de un soporte de red (internet) con las garantías tecnológicas suficientes. Por otra parte, el desarrollo de unas relaciones con la clientela para una adecuada gestión de los servicios. Cuatro grandes ejes condicionan, a juicio de Bergendahl, esta actividad: la incertidumbre relativa a su rentabilidad; las dificultades para el acceso a Internet de determinados segmentos de consumidores, y la incertidumbre que les suscitan a los mismos los mecanismos de pago; la importancia de realizar las actividades en el momento adecuado, con garantías de funcionamiento y de condiciones de demanda, y las garantías y avales que necesita este tipo de actividades para una financiación adecuada de inversiones con un perfil de riesgo (al menos a priori) elevado. En cualquier caso, este tipo de comercio presenta sustanciales beneficios desde el punto de vista del servicio (para el consumidor) y para las empresas, sobre todo en lo que concierne a los ingresos, ya que los costes se reducen de forma considerable con la escala de operaciones. Para ilustrar los riesgos y ventajas del comercio electrónico, se incluye, asimismo, un análisis de la experiencia de algunas empresas de diferentes sectores productivos (desde los servicios financieros hasta la industria alimentaria).

El último de los artículos de este volumen se refiere a uno de los aspectos de la gestión empresarial que, tanto desde el punto de vista de la supervisión como, en general, desde una óptica meramente de eficiencia económica, más se viene enfatizando en los últimos años: las llamadas prácticas de buen gobierno. Los autores, **Juan Antonio Maroto** y **Mónica Melle**, abordan estas cuestiones en el ámbito de la Unión Europea. Las prácticas y códigos de buen gobierno se presentan como un elemento novedoso (desde el Informe Cadbury, de carácter pionero, de 1992) y no por ello menos necesario y de gran repercusión, dada su importancia para las estrategias, operaciones, financiación y control directivo de las empresas. El estudio se centra principalmente en el gobierno de empresas bancarias, dados los avances teóricos en esta materia, la necesidad de contrastar los esfuerzos generales (desde Basilea, por ejemplo) con las prácticas efectivas de las empresas

europas y la necesidad de evaluar el gobierno corporativo y la *performance* agregada de la empresa en función de criterios tanto de mercado como empresariales.

Maroto y Melle destacan la peculiaridad de las entidades de depósito frente a otras empresas en relación con el gobierno empresarial, así como la conveniencia de establecer un modelo «híbrido» entre los modelos «interno» y «externo» de gobierno. El análisis empírico propuesto por los autores revela algunos resultados de notable interés. Por una parte, la calidad del gobierno de empresas bancarias en un país y el desarrollo de los mercados de valores parecen estar positivamente correlacionados, al tiempo que esta calidad parece mayor en las entidades de mayor dimensión. Del mismo modo, los países que no dispo-

nen de códigos se encuentran entre los peor situados en calidad de gobierno empresarial. Por otro lado, en Europa no parecen existir grandes diferencias entre las prácticas desarrolladas por las empresas financieras y las no financieras. En cualquier caso, los resultados parecen indicar que España se encuentra entre el grupo de países donde mayores esfuerzos deben realizarse en materia de mejora de la calidad del gobierno de empresas.

En definitiva, este número 73 de PERSPECTIVAS pretende ofrecer al lector una visión académica de la realidad actual del sistema financiero, desde varias escuelas y para un amplio espectro de cuestiones, susceptibles de numerosos debates y, al menos, de una cierta reflexión en un momento de grandes retos, especialmente desde la perspectiva europea.

# El Club Wolpertinger: orígenes y fines

Jack Revell

La mayoría de los artículos de este número de *Perspectivas del Sistema Financiero* tienen algo en común: fueron primero presentados como ponencias en la reunión del Club Wolpertinger celebrada en Málaga en septiembre de 2001. Puesto que el nombre y los fines de este club resultarán desconocidos para muchos lectores, que estarán menos familiarizados aún con el nombre que adoptamos en ocasiones formales, Asociación Europea de Profesores Universitarios de Banca y Finanzas, el editor me ha pedido que escriba una breve nota explicatoria.

El Club fue constituido en 1982 por un grupo de profesores europeos de banca y finanzas de Bélgica, Alemania, Italia, Suiza y el Reino Unido. Había conocido a todos ellos en el curso de visitas de investigación a sus respectivos centros universitarios, pero no se había establecido conocimiento mutuo entre ellos. Sugerí que sería una buena idea que todos nos encontráramos, y como resultado de ello tuvo lugar una reunión en Würzburg, Alemania. Decidimos formar un club con el nombre de Club Wolpertinger (por un mítico animal nativo de Baviera) y definimos los principios sobre los que debería fundamentarse; estos principios son los que han determinado su naturaleza esencial durante los últimos veinte años, aunque muchas cosas han cambiado gracias al notable crecimiento del número de miembros, que ha pasado de unos 20 durante los primeros años hasta un total de 80 en la actualidad.

El primer principio es que el Club es una organización informal integrada por personas de países europeos, sin directivos ni una administración central más allá del mantenimiento de una lista de correo. Lo que mantiene unido al Club es la red de relaciones de amistad personal entre sus miembros. No existen cuotas anuales, siendo los miembros los que asumen la responsabilidad de sus propios gastos.

El segundo principio es la celebración de una reunión anual en un país diferente cada año. La finalidad principal de la reunión es de índole académica: escuchar y comentar unos 25 trabajos presentados por sus miembros. La materia propia de esos documentos puede describirse como el análisis económico del sistema financiero en su conjunto, y las instituciones y mercados que lo componen. Esta descripción puede abarcar diferentes enfoques: descriptivos o analíticos, econométricos en gran parte o principalmente discursivos, con referencia a una sola nación o comparando diferentes países. Todos estos enfoques se consideran aceptables, pero procuramos que se presenten trabajos que planteen un argumento y procuren probarlo sin dedicar un espacio excesivo a los aspectos técnicos del método econométrico utilizado.

Durante estos últimos años, Macmillan (conocida como Palgrave desde el año 2001) ha publicado una selección de las ponencias presentadas, si bien el acuerdo con esta editorial ya se ha dado por terminado. En su lugar, estamos planeando que cada documento que se presente se colocase (inédito) en internet tan pronto como lo reciba el anfitrión. Se evitará de este modo la engorrosa tarea de preparar un *camera-ready* (texto final listo para su filmación) para un editor externo, asegurando que cada documento pueda estar disponible sin que sus autores tengan que reproducir hasta 80 copias de sus trabajos y transportar paquetes pesados al lugar de reunión.

Paralelamente al programa académico, desarrollamos un programa social. Consiste en visitas, durante las mañanas y tardes, a lugares de interés para aquellas personas, como las que acompañan a los ponentes, que no toman parte en el programa académico, aunque al anochecer todos participan en visitas turísticas yendo de camino hacia el restaurante elegido para la cena; el sábado está dedicado a un viaje turístico

que dura toda la jornada. Al programa social se le asigna la misma importancia que al programa académico, ya que representa una inmejorable oportunidad de renovar los lazos de amistad entre los miembros del Club. El miembro o los miembros del Club Wolpertinger en la universidad anfitriona asumen la responsabilidad de todo el trabajo administrativo que implica una reunión de 70 u 80 personas: hacer las reservas de hotel, encontrar restaurantes que puedan encargarse del servicio de comidas para un público numeroso, concertar la entrada a museos y otros lugares de interés que serán visitados durante los viajes turísticos y otras numerosas tareas menores. Dicho miembro o miembros pueden sentirse confortados por el hecho de que su turno para organizar otra reunión no volverá a repetirse hasta dentro de diez o más años.

Si bien la reunión anual es un acontecimiento que reafirma los lazos de amistad entre los miembros, el Club conforma una red de economistas y de departamentos universitarios afines que pueden ayudar a los miembros en sus propias investigaciones. A menudo necesitamos datos estadísticos e información general de otros países europeos o de miembros del Club que

se han especializado en un aspecto particular de una materia a escala internacional o en varios países europeos. Ello generalmente se refiere a la investigación realizada individualmente, pero la cooperación ha llegado a un nivel más alto, el de la investigación conjunta por miembros de diferentes países. Hasta ahora, la mayoría de los artículos presentados en las reuniones anuales se refieren exclusivamente al país propio del autor. Sin embargo, en un mundo que avanza hacia un sistema financiero global, con cambios particularmente rápidos en Europa, gran parte de nuestra investigación habrá de incluir comparaciones con otros países, principalmente en Europa, pero también más allá. La primera investigación conjunta de este tipo, sobre la concentración de los sistemas bancarios europeos, satisface estos criterios.

Otra actividad que depende de los estrechos vínculos existentes entre los miembros del Club consiste en visitas a otras universidades. Durante estas visitas, los miembros dictan conferencias y seminarios para el cuerpo docente y los estudiantes. Una extensión de estas breves visitas es el intercambio de estudiantes tanto a nivel de licenciatura como de postgrado.

# Conferencia de apertura

Jaime Caruana Lacorte

*El congreso anual de la European Association of University Teachers of Banking and Finance, celebrado en Málaga los días 6 y 7 de septiembre de 2001, tuvo el honor de contar con Jaime Caruana Lacorte, Gobernador del Banco de España, en el acto de apertura, en el que impartió la conferencia que se recoge en las líneas siguientes. Su intervención repasó la evolución reciente de la economía y el sistema financiero, centrándose en varios temas de gran relevancia y actualidad, como son las interrelaciones entre los fenómenos financieros y la economía real, el creciente protagonismo de los mercados frente a los intermediarios, los problemas de sobreacción cíclica y la creciente atención a éstos por parte de las autoridades reguladoras y supervisoras. En este marco, el gobernador señaló dos iniciativas recientes en el ámbito de la supervisión y la regulación, como son las propuestas para un Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y la introducción de provisiones estadísticas o dinámicas.*

Si se analiza la evolución de la economía mundial a lo largo de los últimos años, uno de los rasgos que se pueden apreciar nítidamente es la mayor interacción entre los comportamientos de las entidades y mercados financieros y la economía real. La crisis de 1997 en el Sudeste Asiático, las dificultades de la economía japonesa, todavía no resueltas; la crisis rusa del verano de 1998, con los fenómenos de contagio a otras economías emergentes; el episodio de los fondos altamente apalancados; la reciente burbuja de los valores tecnológicos en las bolsas de todo el mundo, etc., son ejemplos de episodios que muestran una importante componente financiera. La relación entre los fenómenos financieros y la economía real no es nueva, y sobre ella existe una extensa literatura. Sin embargo, en los últimos años, el papel de los mercados e instituciones financieras ha ido creciendo en tamaño y complejidad, a la vez que los canales de interacción entre el sector

financiero y el sector real se han ido haciendo cada vez más ágiles, rápidos y complejos.

Varios factores concurren a la hora de explicar la creciente prominencia de los mercados frente a los intermediarios financieros:

- los desarrollos en la tecnología de la información, al abaratar el acceso a una información cada vez mejor, más ágil y más abundante, están haciendo disminuir las asimetrías informativas, tradicionalmente resueltas en el seno de los intermediarios financieros, a cambio de los correspondientes márgenes;

---

**«La progresiva sustitución de los instrumentos bancarios tradicionales, con precio fijo, por valores negociables, como vehículos para la canalización del ahorro, altera sustancialmente el perfil de riesgo en las carteras de los inversores»**

---

- los avances en las telecomunicaciones, a su vez, han reducido los costes de transacción, al aumentar las posibilidades de poner en contacto permanentemente a demandantes y oferentes últimos de fondos, lo que se ha añadido a la tendencia a la desintermediación;

- la privatización de empresas públicas ha aumentado la oferta de fondos prestables en los mercados financieros, a la vez que la innovación financiera, facilitada por la desregulación, multiplicaba la variedad de servicios de inversión y de instrumentos financieros, derivados y mixtos;

- desde el lado de la demanda, las reformas de los sistemas de pensiones —que han supuesto en muchos países la introducción, siquiera parcial, de sistemas de

capitalización, en general complementarios a los de reparto— han aumentado la demanda de activos financieros rentables y líquidos;

---

**«Existe evidencia de una creciente interconexión entre el sistema financiero y el sector real de la economía [...] Una de las manifestaciones de este fenómeno es la amplificación del ciclo económico por parte del sector financiero, a través del llamado “acelerador financiero”»**

---

- todo ello ha dado lugar a la constitución de crecientes carteras de valores, cuya gestión eficiente está exigiendo técnicas cada vez más sofisticadas, tanto a los grandes inversores institucionales como a un número creciente de tenedores últimos de instrumentos financieros;

- por último, la liberalización de los movimientos de capitales y la globalización de los mercados financieros han estimulado la competencia y han contribuido a ampliar y diversificar la gama de inversores en los mercados. La transmisión internacional entre mercados financieros también ha aumentado, como lo han hecho los fenómenos de contagio de unos mercados a otros, cuya racionalidad, aunque a primera vista dudosa, se ha revelado, con frecuencia, mayor de lo que se pensaba.

La progresiva sustitución de los instrumentos bancarios tradicionales, con precio fijo, por valores negociables, como vehículos para la canalización del ahorro, altera sustancialmente el perfil de riesgo en las carteras de los inversores, cuya riqueza puede verse permanentemente alterada por unos precios susceptibles de cambiar 24 horas al día en los mercados mundiales. Además de exigir una nueva cultura financiera, las implicaciones de esta mayor volatilidad para la dinámica de la renta disponible y del consumo son evidentes.

Estas no son, sin embargo, las únicas implicaciones, ya que el mayor protagonismo de los mercados incide también, en primer lugar, en el coste de la inversión y, en segundo lugar, en la determinación de las expectativas de consumidores y empresarios, quienes, gracias a los flujos de información constantes procedentes de los mercados financieros, ajustan continuamente su valoración del entorno económico. Al mismo tiempo, parece que la importancia de las expectativas, y en particular de la confianza a corto plazo, como determinante de las decisiones de consumo, ahorro e inversión también está aumentando. Pasando de los mercados a la intermediación financiera, sigue presen-

te el conocido comportamiento cíclico de la banca en la concesión de créditos, como puede verse claramente al analizar variables como el ritmo de crecimiento del crédito, la *ratio* de créditos morosos y el importe de las provisiones en relación con el crédito. Sobre estos temas volveré más adelante. Resumiendo, en el terreno financiero, un gran número de temas se han abierto a la discusión y a la investigación. Y este foro es especialmente apropiado para hacer una llamada a su análisis, dada la importante repercusión que dichos temas tienen en la economía real.

Como he señalado antes, existe evidencia de una creciente interconexión entre el sistema financiero y el sector real de la economía, tanto en las economías emergentes como en las más avanzadas. Una de las manifestaciones de este fenómeno es la amplificación del ciclo económico por parte del sector financiero, a través del llamado «acelerador financiero». La reciente evolución de la economía internacional confirma que, en la euforia que genera la fase ascendente del ciclo, el precio de los activos (y, por tanto, su valor como colateral) y la concesión de créditos crecen por encima de lo que justificarían sus determinantes fundamentales. Los consiguientes efectos riqueza —sobre el consumo— y confianza —sobre el consumo y la inversión— contribuyen a cebar la bomba de la expansión prolongando la fase alcista y acentuando los desequilibrios latentes. A la inversa, cuando cambia la fase del ciclo, la economía se desacelera y cae el valor de los activos, el pesimismo y la escasez de colateral tienden a deprimir excesivamente el crédito, induciendo presiones contractivas adicionales que acentúan y prolongan la fase de caída. Estos fenómenos de sobre-reacción cíclica no son nuevos, pero sus crecientes importancia y complejidad están haciendo que, cada vez más, sean objeto de atención por parte de las autoridades supervisoras y reguladoras, conscientes de que estos mecanismos procíclicos pueden verse reforzados por el comportamiento de las entidades financieras.

---

**«Los peores créditos se conceden en los mejores momentos y [...], simétricamente, pocos malos créditos se conceden en los períodos bajos del ciclo»**

---

Las causas de que esta ampliación del ciclo por el comportamiento de entidades financieras esté siendo ahora mayor son múltiples y complejas:

- la creciente competencia tanto en el sector bancario, por el estrechamiento de márgenes, como en los mercados financieros, en parte ligada a su internacionalización, que, en la fase de auge, induce en ambos

estrategias más arriesgadas, que sólo suelen intentar corregirse, en la fase de depresión, cuando sus consecuencias son evidentes y en gran parte inevitables, ante el aumento de impagados y de quiebras empresariales;

---

**«En las entidades, es esencial fomentar un mejor conocimiento de la naturaleza de los riesgos por parte de sus gestores, una orientación a más largo plazo de su estrategia»**

---

- los comportamientos gregarios, que no por conocidos están siendo menos importantes, posiblemente favorecidos por la mayor interrelación entre los mercados y por el uso de herramientas de gestión del riesgo comunes;

- dentro de la gestión de las empresas, un horizonte temporal excesivamente cortoplacista en la búsqueda de «valor para el accionista», posiblemente favorecido por determinados modelos de retribución, que induce también fluctuaciones más acusadas en el precio de los activos;

- la generalización de técnicas de valoración de los activos a precios de mercado, que, además, en la medida en que sus resultados tienen reflejo contable, hacen más volátiles los balances de prestatarios y prestamistas. (Haciendo un pequeño inciso, este tema se relaciona con otra cuestión actualmente en estudio: en qué medida la generalización del *full fair value* en la contabilización de las entidades de crédito, junto a ventajas indudables, es un instrumento coherente con la esencia de la actividad bancaria y con sus mejores prácticas. Dejo de momento este tema, cuyas implicaciones van mucho más allá de lo meramente contable, para volver a las causas de la creciente prociclicidad del sector financiero).

---

**«En los mercados financieros, es conveniente promover una mayor heterogeneidad de los participantes, de forma que la diversidad de percepciones, motivaciones y horizontes temporales atenúe el mimetismo y la exagerada propensión a operar a favor de la tendencia»**

---

- las propias regulaciones prudenciales, en fin, que también han podido favorecer en algunos casos un excesivo énfasis en el corto plazo, a la hora de valorar sus riesgos las entidades.

No debe exagerarse, en todo caso, la crítica a estos

factores como agravantes del ciclo. Los ciclos son constitutivos al funcionamiento de la economía, en sus vertientes real y financiera. Un cierto comportamiento cíclico, acompasado a esta realidad, es no sólo inevitable, sino seguramente también necesario, en cierta medida, como mecanismo de saneamiento de desequilibrios económico-financieros. Por ello, los reguladores debemos centrarnos en identificar las causas de las fluctuaciones cíclicas —sobre todo en la medida en que sean artificiales— y facilitar un marco de actuación empresarial que contenga mecanismos compensadores eficientes. Entre estas causas, el caso del crédito es particularmente relevante para cualquier banco central. La concesión de créditos a lo largo del ciclo tiende a seguir una pauta bien conocida, inducida en algunos casos por una percepción cortoplacista del riesgo, excesivamente ligada a la situación coyuntural. Se suele decir, no sin razón, que los peores créditos se conceden en los mejores momentos y que, simétricamente, pocos malos créditos se conceden en los períodos bajos del ciclo.

---

**«No corresponde a los reguladores/supervisores sustituir la labor gerencial de los administradores, ni tan siquiera la labor de control que corresponde a los accionistas o la disciplina que debe ejercer el mercado»**

---

A la hora de valorar la evolución del crédito en un momento dado, es, con frecuencia, difícil emitir un diagnóstico sobre en qué punto exacto del ciclo nos encontramos y, en consecuencia, en qué medida está actuando procíclicamente. Ello se ve agravado, en parte, por la imposibilidad de desentrañar los factores de oferta y de demanda en una pauta determinada de los agregados crediticios. Además, el valor de las garantías está sometido también a una fluctuación cíclica acusada, que tiene efectos tanto sobre la demanda como sobre la oferta de crédito. No obstante, a pesar de estas dificultades, existe un cierto consenso *ex post* acerca de que, en las fases de auge recientes, ha tendido a producirse, en la mayor parte de los países, un descenso en el nivel de racionamiento del crédito, que sería consistente con la idea del acelerador financiero, y de que lo contrario habría ocurrido en las fases de depresión.

¿Qué pueden hacer las autoridades para contrarrestar esta tendencia a una excesiva oscilación cíclica? Partiendo, como antes he dicho, de que pretender acabar con los ciclos no sólo es inútil, sino también contraproducente, cabe plantear varias opciones. En primer lugar, en las entidades, es esencial fomentar un mejor conocimiento de la naturaleza de los riesgos por

parte de sus gestores, una orientación a más largo plazo de su estrategia y una gestión de los mismos consecuentemente prudente. En segundo lugar, en los mercados financieros, es conveniente promover una mayor heterogeneidad de los participantes, de forma que la diversidad de percepciones, motivaciones y horizontes temporales atenúe el mimetismo y la exagerada propensión a operar a favor de la tendencia que, de forma creciente, se vienen detectando últimamente en importantes segmentos de los mercados financieros. En tercer lugar, para participar en la implantación de posibles remedios, conviene que los reguladores analicemos con mayor profundidad las causas que han podido llevar, en los últimos años, a la reducción del número de creadores de mercado en importantes segmentos del sistema financiero global, con el consiguiente deterioro de la liquidez. Finalmente, las autoridades reguladoras y supervisoras debemos introducir regulaciones que, sin introducir distorsiones, promuevan comportamientos anticíclicos (o que atenúen al menos la prociclicidad inherente al sector financiero), mediante la incorporación de una dimensión dinámica a la gestión de riesgos, que promueva la explotación de las regularidades estadísticas observadas a lo largo del ciclo.

---

**«En un entorno tan dinámico como el financiero, el logro de estos objetivos no puede pretenderse desde un enfoque estático. Por el contrario, una regulación-supervisión eficiente debe tener un alto sentido dinámico»**

---

Me gustaría detenerme en estos aspectos regulatorios y prudenciales y su relación con el comportamiento de las entidades, que, como antes he dicho, es uno de los elementos clave de la interrelación entre el sector financiero y el real. El punto de partida para analizar esta relación es recordar que la responsabilidad básica de la evolución y comportamiento de una entidad de crédito, o en general de cualquier empresa financiera, es de sus administradores y altos gestores. A ellos corresponde el mérito de los aciertos, pero también son ellos los responsables de los errores y de los comportamientos deficientes, o incluso ilegales. Sin embargo, ello no significa que estas decisiones sean únicamente asuntos internos a cada entidad financiera, que no conciernen a los demás. Por el contrario, una de las principales causas de que el sector financiero sea un sector especialmente regulado son sus potentes externalidades, es decir, las importantes repercusiones externas que pueden tener fallos en una entidad. Ello exige, por un lado, una mayor dosis de responsabilidad por parte de administradores y directivos; por otro, la existencia de una supervisión eficiente.

No corresponde a los reguladores/supervisores sustituir la labor gerencial de los administradores, ni tan siquiera la labor de control que corresponde a los accionistas o la disciplina que debe ejercer el mercado. En algunos casos, las líneas divisorias entre estas responsabilidades, que a nivel conceptual son claras, pueden ser difíciles de establecer en la práctica, pero es muy importante extremar el esfuerzo diferenciador por parte de todos y, desde luego, por parte del supervisor. A los reguladores nos corresponde proveer un marco regulatorio y supervisor equitativo, transparente, que proporcione los incentivos correctos a las entidades, contribuya a evitar riesgos sistémicos y colabore en la protección del depositante e inversor.

En un entorno tan dinámico como el financiero, el logro de estos objetivos no puede pretenderse desde un enfoque estático. Por el contrario, una regulación-supervisión eficiente debe tener un alto sentido dinámico, al menos en un doble aspecto:

- El primero es no sofocar los impulsos innovadores del sistema, que normalmente corresponden al sector privado. Lejos de ello, y siempre que la estabilidad del sistema no se vea comprometida, el marco regulador/supervisor debe hacer posible, e incluso estimular, que el propio sector encuentre ágilmente la forma más eficiente de prestar los servicios que le demanda el resto de la economía.

- El segundo es que la autoridad reguladora/supervisora debe reconocer estos cambios en el sistema y, si es posible, anticiparse a ellos, de forma que en todo momento cuente con el capital humano y con los criterios, técnicas y procedimientos óptimos para desarrollar su labor con la máxima eficacia y con los menores costes, propios y ajenos, directos e indirectos, que sea posible.

---

**«En relación con los recursos propios mínimos, el tema de los incentivos adquiere una doble vertiente. En primer lugar, desincentiva arbitrajes regulatorios [...] En segundo lugar, plantea diversos procedimientos alternativos para el cálculo de los recursos propios necesarios»**

---

El necesario equilibrio entre los aspectos reguladores/supervisores y el respeto del ámbito privado de las decisiones de las entidades financieras, al que me estoy refiriendo, es una exigencia no sólo de nuestro ordenamiento jurídico, sino también de la eficiencia individual y colectiva del sistema financiero, y por tanto, en última instancia, de su estabilidad. Por ello, nuestra actitud como reguladores/supervisores ante este

ámbito privado de decisión no ha sido suplantarle ni sofocarlo mediante un intervencionismo tan poco justificado como contraproducente. Por el contrario, respetando siempre la normativa vigente, ha llevado a prestar una mayor atención a aspectos tales como los códigos de buen gobierno, la búsqueda de estándares de buenas prácticas en la gestión y la necesidad de mejorar la transparencia de las entidades, de forma que el mercado pueda evaluar correctamente la situación y perspectivas de cada entidad.

Me gustaría destacar dos iniciativas recientes que, en el ámbito de la supervisión y la regulación, creo que constituyen dos buenos ejemplos de estos planteamientos. Lógicamente, al pertenecer a este ámbito, ambas iniciativas tienen una motivación exclusivamente prudencial, aunque, como veremos, no están exentas de repercusiones macroeconómicas. La primera de ellas son las propuestas, actualmente en fase de debate, para alcanzar un Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea que sustituya al actual, en vigor desde 1988. Como Vds. saben, una de las piezas clave de la actual supervisión prudencial es el requisito de que las entidades cuenten con suficientes recursos propios. Las entidades de crédito deben disponer de un nivel de recursos propios adecuado al nivel de riesgo asumido. La finalidad de esta medida es garantizar la existencia de un nivel de recursos propios suficiente, que permita absorber las pérdidas inesperadas que puedan generar sus riesgos sin poner en peligro la continuidad de la entidad ni la protección del ahorro. No voy a entrar en el análisis de estas propuestas, que, por su complejidad, requerirían una larga sesión sólo para hacer una somera descripción. Una nueva publicación del Banco de España, titulada *Estabilidad Financiera*, ha dedicado recientemente su primer número a este tema de forma monográfica

Ahora, solamente me gustaría destacar cómo el Nuevo Acuerdo va a recoger algunos de los elementos que acabo de mencionar. En primer lugar, el Comité de Basilea parte explícitamente del principio fundamental de que la responsabilidad sobre el comportamiento de cada entidad corresponde a sus gestores y administradores. Respetando este ámbito privado de decisión, no intenta suplantarle, sino que pone un especial énfasis en proporcionar a las entidades los incentivos adecuados para una mejor gestión tanto general como, muy especialmente, de los riesgos.

En relación con los recursos propios mínimos, el tema de los incentivos adquiere una doble vertiente. En primer lugar, desincentiva arbitrajes regulatorios, mediante un acercamiento entre el capital económico y el capital regulatorio. En segundo lugar, plantea diversos procedimientos alternativos para el cálculo de los

recursos propios necesarios. De esta forma, las entidades que demuestren ante el supervisor que cuentan con mejores sistemas de gestión de riesgos tendrán acceso a los procedimientos más complejos, pero también más favorables en principio.

El planteamiento de que la regulación/supervisión debe proporcionar incentivos adecuados no sólo está presente en relación con los recursos propios, primer pilar en el que se asienta el Nuevo Acuerdo en preparación. También impregna los otros dos pilares. Por un lado, el segundo pilar, el relativo a la necesidad de una supervisión efectiva, que, además de verificar los sistemas internos de las entidades, debe saber primar a las entidades con mejor control de riesgos; para lo que el supervisor debe contar incluso con la posibilidad de exigir mayores recursos propios a las entidades que peor gestionen sus riesgos. Por otro, el tercer pilar, que establece la necesidad de potenciar la transparencia de las entidades para hacer más eficaz la disciplina de mercado. Es tal la importancia que el Nuevo Acuerdo de Capital concede al tema de incentivar la buena gestión de las entidades que, en sus propuestas, el Comité considera, acertadamente, que las ventajas que la disciplina de mercado puede aportar en esta materia son claramente superiores a sus eventuales inconvenientes. La interacción de los tres pilares citados va a dar lugar, sin duda, a un marco regulatorio/supervisor más adecuado al nuevo entorno financiero, y también más sensible al riesgo, lo que ha despertado algún debate sobre si el marco prudencial propuesto puede llevar a sistemas financieros con comportamientos más procíclicos.

---

**«El sistema de provisiones tradicional introduce incentivos adicionales a la prociclicidad en el comportamiento de las entidades»**

---

Precisamente esta cuestión se puede aliviar con la segunda iniciativa que voy a comentar. Relacionada con la anterior, se refiere a las denominadas provisiones estadísticas, también llamadas dinámicas, anticíclicas, anticipativas, etc. Quiero destacar que esta iniciativa, introducida por el Banco de España, tiene una motivación prudencial. Aunque finalmente haya fraguado en una exigencia regulatoria/supervisora, se trata, ante todo, de un tema de elemental buena gestión bancaria, aunque se manifieste en el terreno contable de las valoraciones: cualquier riesgo de pérdida hay que provisionarlo cuando surge, sin esperar a que llegue a materializarse en pérdidas.

El debate sobre las provisiones bancarias puede parecer excesivamente técnico, con un contenido

más contable que económico. En mi opinión, es cierto que es un tema complejo, de contenido altamente técnico, en el que se mezclan aspectos contables y de gestión de riesgos, y que quizás ha sido minusvalorado por su complejidad. Sin embargo, al igual que sucede con el tema del *fair value* que antes he mencionado, creo que sus implicaciones van mucho más allá del campo contable, afectando a temas básicos de la actividad bancaria, del comportamiento de las entidades, de su solvencia y, en definitiva, de la estabilidad del sistema. Por tanto, es un tema que merece la pena abordar.

---

**«Los incentivos a mejorar la gestión de las entidades que plantea la provisión estadística son muy potentes»**

---

Es cierto que el sistema de provisiones tradicional introduce incentivos adicionales a la prociclicidad en el comportamiento de las entidades. En épocas de bonanza, las buenas perspectivas y el reducido nivel de morosidad tienden a propiciar unos niveles de optimismo que favorecen una menor valoración del riesgo. Si a este contexto eufórico se añade la fuerte competencia entre entidades, se dan todas las premisas para una excesiva concesión de créditos, que refuerza la tendencia de bonanza. En esos momentos, las cuentas de resultados son especialmente brillantes y, puesto que la morosidad registrada es baja, apenas soportan dotaciones de provisiones. Cuando la coyuntura se debilita y, tras cierto retraso, las dificultades empiezan a aparecer, en determinados créditos se manifiestan problemas de morosidad que deben ser provisionados, castigando así una cuenta de resultados ya de por sí debilitada. Esto induce comportamientos más conservadores en la toma de riesgos y, por tanto, en la concesión de créditos. El resultado es que se acentúa la contracción del crédito. Este comportamiento es bien conocido, contando, además, con numerosa evidencia empírica que avala su existencia. Precisamente, esta evidencia empírica pone de manifiesto que este riesgo agregado, que podemos denominar cíclico, existe y puede cuantificarse desde el momento en el que se concede el crédito, mucho antes de que la morosidad y la falencia subyacentes lleguen a manifestarse. Puesto que se trata de un riesgo cierto, con consecuencias esperables negativas y conocidas, la

buena práctica bancaria obliga a provisionarlo tan pronto como surge, es decir, al conceder el crédito, aunque su materialización en pérdidas vaya a producirse meses más tarde. Esta buena práctica bancaria es la que, con carácter de mínimos, pretende asegurar la denominada provisión estadística, que el Banco de España ya ha implantado y que, por la gran repercusión internacional que ha alcanzado, está siendo objeto de estudio por el Comité de Basilea, de cara a incluirla entre sus recomendaciones.

Aunque el origen de esta provisión estadística sea asegurar la buena práctica bancaria de valorar en todo momento una inversión no por su importe nominal, sino por la recuperación esperable, su repercusión anticíclica es clara. La obligación de dotarla, con el consiguiente efecto moderador, se incrementa en la fase ascendente del ciclo, cuando más crece el crédito y cuando las cuentas de resultados son más brillantes. Por el contrario, cuando cambia el ciclo, las cuentas de resultados se debilitan y la morosidad se manifiesta, es cuando llega el momento de recuperar las dotaciones previamente constituidas, con lo que se atenúa la prociclicidad del crédito, a la baja en esta fase. Al diseñar la provisión estadística, hemos tenido muy presente la necesidad, que antes he recordado, de que cualquier actuación regulatoria/supervisora debe incentivar la mejora de la gestión de las entidades. Para ello, hemos establecido que las entidades que demuestren contar con sistemas, no necesariamente modelos, de gestión de riesgos suficientemente avanzados podrán utilizar sus parámetros específicos, debidamente verificados, a la hora de calcular las dotaciones que deben realizar a esta provisión estadística. Creemos que los incentivos a mejorar la gestión de las entidades que plantea la provisión estadística son muy potentes, dada su directa incidencia en un tema ante el que todas las entidades se muestran extraordinariamente sensibles: su cuenta de resultados.

Con esto termino mi exposición. He aprovechado mi comparecencia en este foro para compartir con Vds. algunas de nuestras actuales inquietudes. Soy consciente de que, al tratar alguno de los temas, he planteado más interrogantes que certezas. Desearía que esto se interpretase como una invitación a promover análisis y a formular críticas y sugerencias, que puedo asegurarles que serán muy bien recibidas y que les agradezco de antemano.

# El papel de las cajas de ahorros en el sistema financiero español: objetivos y resultados

Braulio Medel Cámara

## I. INTRODUCCIÓN

Las cajas de ahorros españolas presentan una serie de rasgos propios que las singularizan frente al resto de intermediarios financieros. Por encima de todos destaca su carácter social, que se manifiesta, entre otros aspectos, en que los excedentes generados en el ejercicio de la actividad financiera, una vez satisfechas las obligaciones fiscales, revierten a la sociedad en la forma de obras sociales, al tiempo que se efectúan las correspondientes dotaciones a las reservas de las entidades. Este rasgo distintivo va estrechamente unido a la peculiar forma jurídica de las cajas, que no reviste carácter societario. En su ya bicentenario origen histórico se encuentran presentes objetivos como los de erradicar la usura, fomentar el ahorro y garantizar la prestación de los servicios financieros a las capas de la población más desfavorecidas. La preocupación por el desarrollo económico local y regional ha sido otra de las constantes que han marcado la trayectoria histórica de las cajas. Pero es evidente que la sociedad en general, y el sistema financiero en particular, han evolucionado tanto que cabría plantearse si tienen realmente sentido tales entidades en un contexto como el actual, caracterizado por una creciente integración de los mercados reales y financieros, en un sistema económico capitalista donde la forma societaria, en sus distintas variantes, desempeña un papel tan crucial en la actividad económica y financiera. De igual manera se puede suscitar el interrogante de si pueden llegar a competir con los bancos y otros intermediarios financieros cuya actuación se rige por los paradigmas estándares del mercado.

Vaya por delante que nuestra respuesta es claramente afirmativa en ambos casos. Al margen de juicios de valor que puedan respaldar legítimamente el modelo de las cajas de ahorros españolas, existe una sólida

base argumental que, a partir de parámetros objetivos, permite sustentar esa posición. A esta finalidad va orientado esencialmente el presente trabajo, cuyo contenido discurre en torno a los distintos objetivos perseguidos por las cajas de ahorros, así como al grado de consecución de los mismos a lo largo del tiempo. En la medida en que la evaluación de la actuación de las cajas no puede, por regla general, hacerse en abstracto, se adopta como término de comparación el conjunto de bancos españoles, que ocupan una destacada posición dentro del sistema financiero europeo en solvencia, rentabilidad y eficiencia. La banca española constituye así una exigente vara de medida para enjuiciar la actuación de las cajas de ahorros.

## II. LOS OBJETIVOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

Los objetivos de las cajas de ahorros se proyectan en una triple dimensión (esquema 1):

- a) De eficiencia empresarial.
- b) De eficiencia sectorial.
- c) Sociales.

Los dos primeros grupos entran en el ámbito de la eficiencia paretiana, esto es, van orientados al logro de una asignación eficiente de recursos; el tercero desborda dicho ámbito para adentrarse en otro donde la equidad y el desarrollo económico y social ocupan un lugar relevante. De acuerdo con el esquema planteado, los objetivos de eficiencia empresarial responden exclusivamente al interés empresarial de cada entidad, mientras que los objetivos de eficiencia sectorial y los sociales obedecen, ante todo, a un interés colectivo.

ESQUEMA 1  
OBJETIVOS DE LAS CAJAS DE AHORROS



Los objetivos de eficiencia empresarial constituyen, sin embargo, una condición imprescindible para poder aspirar a la consecución de los objetivos de interés colectivo. En efecto, sólo a partir del adecuado funcionamiento de una Caja como empresa puede materializarse una aportación al bienestar de la colectividad. El logro de la eficiencia empresarial plantea al menos las siguientes exigencias: productividad, rentabilidad y solvencia.

A su vez, la eficiencia sectorial pasa por contribuir, en primer lugar, a la existencia de competencia dentro del sistema, impidiendo la posible aparición de tendencias oligopolísticas. En un sector donde la confianza desempeña un papel tan fundamental, la eficiencia sectorial se manifiesta asimismo en el mantenimiento de una correcta actuación que no perturbe el normal funcionamiento del sistema. No acentuar las oscilaciones del ciclo económico mediante un comportamiento procíclico, ante la evidente dificultad de una orientación estructural anticíclica por parte de las entidades financieras, es otra de las posibles aportaciones a la estabilidad económica. Este aspecto cobra un particular relieve en las fases de recesión, cuando los agentes económicos se enfrentan a problemas de restricción crediticia.

Por otro lado, los objetivos sociales se concretan en los siguientes:

- En primer término, evitar la exclusión financiera, garantizando que los colectivos sociales más desfavorecidos puedan tener acceso a los servicios financieros. Esta motivación se encuentra en el origen histórico de las cajas de ahorros y, lejos de haber decaído, cobra hoy especial vigencia ante la importancia adquirida por el fenómeno de la exclusión financiera en algunos países, especialmente allí donde ha tenido lugar una transformación del modelo tradicional de las cajas de ahorros, con la consiguiente pérdida de su naturaleza e identidad.

- El apoyo al desarrollo económico de su ámbito territorial de actuación, ligado a una profunda implicación en el tejido económico y social, ha sido otra de las pautas tradicionales de comportamiento de las cajas. También hoy este objetivo adquiere especial relevancia a fin de garantizar un cierto equilibrio en la distribución espacial de las ventajas derivadas de los procesos de integración económica y monetaria en curso.

- La reversión a la sociedad de parte de los beneficios obtenidos, a través de la realización de obras sociales, es otro de los objetivos de las cajas, inherente a su condición de entidades financieras de carácter social.

A lo largo de los siguientes epígrafes se procede a

evaluar la actuación de las cajas en cada uno de los apartados mencionados.

### III. LOS OBJETIVOS DE EFICIENCIA EMPRESARIAL

---

El gráfico 1 refleja la evolución comparada de la eficiencia de cajas y bancos en el último decenio del pasado siglo, a través de la *ratio* gastos de explotación / margen ordinario, indicador que mide la parte de los ingresos ordinarios netos que es absorbida por los costes de estructura. Como puede observarse en el gráfico, partiendo de una situación desfavorable, las cajas logran posteriormente unos niveles de eficiencia superiores a los de la banca. La situación se invierte, sin embargo, en el año 2000, en el que la *ratio* de la banca queda por debajo de la de las cajas: 62,2 por 100 frente a 64,2 por 100. Ahora bien, si el cálculo se realiza con el margen básico (margen ordinario sin resultados de operaciones financieras), la *ratio* de las cajas sigue siendo más favorable: 65,6 por 100 frente a 66,4 por 100, respectivamente.

También durante los años noventa las cajas han logrado mantener una evolución muy estable de sus beneficios sobre activos totales medios (ROA), en torno al 1 por 100, superando desde 1993 la *ratio* obtenida por la banca (gráfico 2). La misma observación puede formularse en relación con la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), que en los últimos años supera el 15 por 100 (gráfico 3).

La positiva trayectoria descrita por las cajas en las vertientes de la eficiencia y la rentabilidad ha discurrido simultáneamente con un notorio avance de su cuota de mercado, tanto en recursos ajenos como en inversión crediticia: su cuota de mercado en recursos de acreedores del sector privado ha pasado del 42,5 por 100 en 1990 al 52,1 por 100 en 2000 (gráfico 4), en tanto que la inversión crediticia del sector privado lo ha hecho del 32,8 por 100 en 1990 al 40,0 por 100 en 2000 (gráfico 5). Mientras que el avance de las cajas en la captación de depósitos tradicionales es evidente, su protagonismo en relación con las nuevas formas de ahorro es más limitado. Así, su cuota de mercado en fondos de inversión se sitúa en el 25 por 100 del total. De esta manera, la cuota de las cajas sobre el conjunto de los recursos administrados en diciembre de 2000 era del 42,7 por 100, frente al 54,7 por 100 de la banca (gráfico 6).

Por otro lado, a lo largo del período analizado, las cajas han ampliado significativamente su capacidad de oferta dentro del sistema financiero, en claro contraste con la evolución registrada por la banca. Así, las cajas,

pese a la reducción del número de entidades (gráfico 7), han venido aumentando, de forma ininterrumpida, su cuota de presencia, de manera que, a finales del año 2000, representaban ya prácticamente la mitad de la red de oficinas del sistema bancario, tras superar, desde 1998, a la banca (gráfico 8).

Asimismo, la dotación de recursos humanos ha venido aumentando, de tal manera que el número de empleados ha pasado de 62.000 en 1981 a más de 101.000 en 2000, en acusado contraste con la evolución seguida por la banca, cuya plantilla total se ha recortado, en el mismo período, en 54.000 personas (gráfico 9).

La holgada posición de solvencia completa el triángulo en el que se sustenta la excelente situación de las cajas españolas. Como no podía ser de otra manera, sólo el mantenimiento de una adecuada senda en la generación de resultados ha permitido compatibilizar su forma no societaria, que les impiden apelar al mercado para la captación de fondos propios, con el reforzamiento de su solvencia. Como pone de manifiesto el gráfico 10, las cajas han venido asignando a reservas por encima del 70 por 100 del excedente neto de cada ejercicio. En contraposición, las dotaciones a reservas de los bancos, con mayores oscilaciones, se mueve habitualmente dentro de la franja del 30 al 40 por 100. Este aspecto diferencial explica, junto con el crecimiento anual de los beneficios, que las dotaciones anuales a reservas de las cajas superen significativamente, incluso en cuantía absoluta, a las de la banca (gráfico 11). Como consecuencia de todo lo anterior, las cajas mantienen una holgada posición de solvencia, con un exceso de recursos propios sobre el mínimo legalmente exigido del 50 por 100 y un coeficiente de garantía que supera al de la banca en más de un 20 por 100 (gráfico 12). No obstante el excedente de recursos propios, el coeficiente de solvencia ha disminuido en el curso de los últimos años, tanto para las cajas como para la banca, pese al intenso proceso de capitalización antes apuntado. Dicha disminución obedece, por tanto, al fuerte crecimiento registrado en los últimos años de la inversión crediticia y de las participaciones empresariales.

### IV. LOS OBJETIVOS DE EFICIENCIA SECTORIAL

---

Las cajas de ahorros contribuyen a la eficiencia sectorial en un triple sentido. Por un lado, garantizando la existencia de una adecuada competencia en el mercado del crédito y los depósitos. Este papel cobra una importancia esencial en la actualidad, tras el importante proceso de concentración y el creciente protagonis-

mo asumido por los grandes grupos bancarios (gráfico 13).

La trayectoria histórica de las cajas está marcada, por otro lado, por un impecable historial de solvencia, que no ha conocido episodios significativos de crisis ni quiebras, lo que ha hecho de las cajas un elemento insustituible en su aportación a la estabilidad del sistema y al mantenimiento de la confianza en el mismo. Ese limpio historial de solvencia ha tenido, lógicamente, el correspondiente efecto positivo en el reducido coste de los saneamientos del Fondo de Garantía de Depósitos, que, para el conjunto del período 1980-2000, se cifra en 23.365 millones de pesetas, cifra que incluso se convierte en positiva si se computa el valor de mercado de las inversiones financieras en las que se materializó el 95 por 100 del importe de las intervenciones realizadas. En el mismo período, el coste del saneamiento neto de las intervenciones correspondientes a bancos ascendió a 489.282 millones de pesetas (gráfico 14).

Por último, tampoco es desdeñable el papel desempeñado por las cajas en la promoción del objetivo de estabilidad económica. Como muestra la experiencia histórica reciente, las cajas de ahorros, a pesar de la elevada correlación negativa existente entre el crecimiento económico y los niveles de morosidad (gráfico 15), han mantenido unas relativamente elevadas tasas de incremento del crédito al sector privado, incluso en las fases más bajas del ciclo económico (gráfico 16). Dicha orientación, sin duda ligada a su implicación en el desarrollo de su ámbito territorial de actuación, ha jugado, por tanto, un papel positivo y coadyuvado a atenuar las consecuencias de las recesiones económicas.

## V. LOS OBJETIVOS SOCIALES

---

Las cajas siguen constituyendo hoy día un instrumento imprescindible para garantizar que la oferta efectiva de servicios financieros pueda llegar a todos los estratos poblacionales y a todas las zonas geográficas. La evitación de la exclusión financiera, que estuvo presente en el surgimiento histórico de las cajas, es, paradójicamente, en los inicios del siglo veintiuno, una de las razones que justifica la existencia de tales entidades. No en vano el fenómeno de la exclusión financiera adquiere importantes proporciones en países avanzados, singularmente allí donde es escaso o nulo el protagonismo de las cajas de ahorros. El análisis de la distribución espacial de oficinas bancarias ofrece un indicador del diferente comportamiento de las distintas entidades. A título de ejemplo, los gráficos 17 y 18 muestran la distribución de sucursales en la pro-

vincia de Málaga según tamaño poblacional de los municipios. Resulta significativo cómo la totalidad de las oficinas radicadas en municipios con una población hasta 1.000 habitantes corresponde a cajas. Para los municipios con población comprendida entre 1.000 y 5.000 habitantes, el 53 por 100 corresponde a las cajas, el 43 por 100 a las cooperativas de crédito y el 4 por 100 a los bancos.

La preocupación por el desarrollo económico local y regional ha sido otra de las notas distintivas en la trayectoria histórica de las cajas de ahorros. Su profunda implicación en el tejido económico y social, así como su orientación fundamental hacia las pequeñas y medianas empresas, economías domésticas y corporaciones locales, se manifiestan, entre otros aspectos, en una distribución territorial del crédito más igualitaria que la de la banca. Como puede apreciarse en el gráfico 19, la curva de concentración representativa de la distribución provincial del crédito al sector privado de las cajas se encuentra más próxima a la línea de igualdad total. Así, mientras que las diez primeras provincias concentran el 70,8 por 100 del total en el caso de la banca, en el de las cajas la cifra desciende al 61,6 por 100. En relación con las diez últimas provincias, las cifras respectivas son del 3,1 y 1,8 por 100.

Por último, en razón de su naturaleza de entidades sociales, las cajas destinan la parte del excedente neto no asignada a reservas a la obra sociocultural: la dotación con cargo al ejercicio 2000 se eleva a 145.000 millones de pesetas (gráfico 20). Las actuaciones desarrolladas a lo largo de los años han permitido constituir y consolidar la red sociocultural privada más importante de España, con un patrimonio acumulado que asciende a cerca de 300.000 millones de pesetas.

## VI. CONSIDERACIONES FINALES

---

El análisis llevado a cabo permite poner de relieve las siguientes consideraciones:

- Los objetivos de las cajas de ahorros no pueden ser reducidos a una única dimensión, sino que comprenden un amplio abanico de aspectos que abarcan tanto el interés empresarial como el interés colectivo. Excluir de consideración alguno de tales aspectos impide disponer de una visión completa del verdadero alcance de la actuación de las referidas entidades.
- Un análisis de las cajas españolas desde el punto de vista estricto de la eficiencia empresarial pone de relieve su adecuada trayectoria en las vertientes de efi-

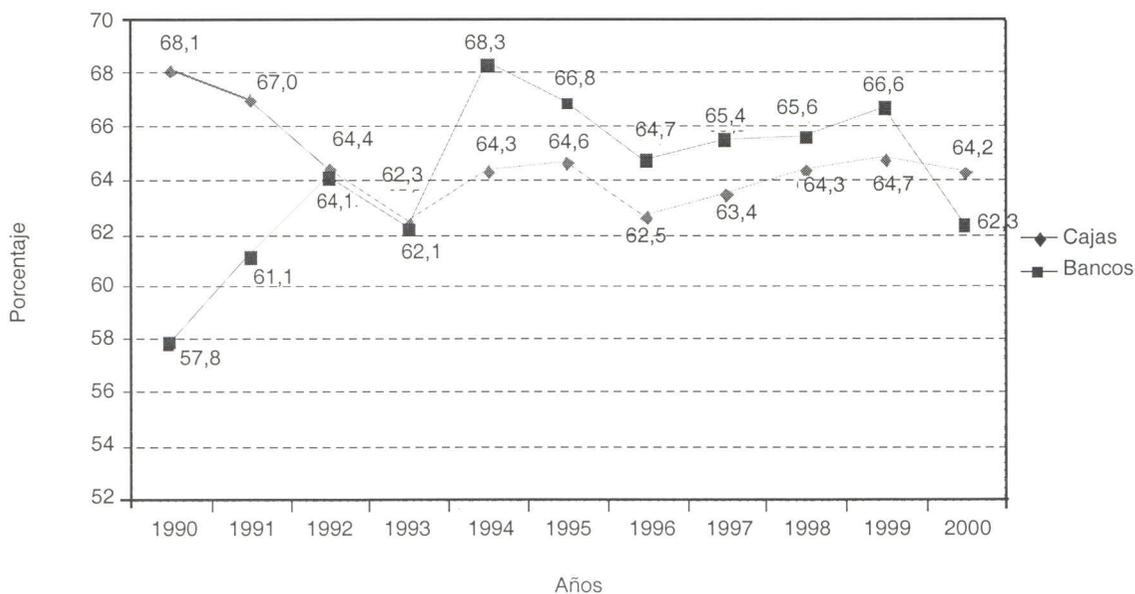
ciencia, rentabilidad y solvencia. La experiencia histórica acumulada permite constatar, de manera inequívoca, la compatibilidad de su forma jurídica no societaria con una buena actuación como empresas financieras que han sabido adaptarse a las nuevas realidades de un entorno competitivo radicalmente distinto al de sus orígenes, manteniendo sus señas de identidad.

- La validación de la actuación de las cajas por el

incuestionable test del mercado se complementa armónicamente con importantes logros en los ámbitos de eficiencia sectorial y social, en los que las cajas desempeñan un papel difícilmente sustituible.

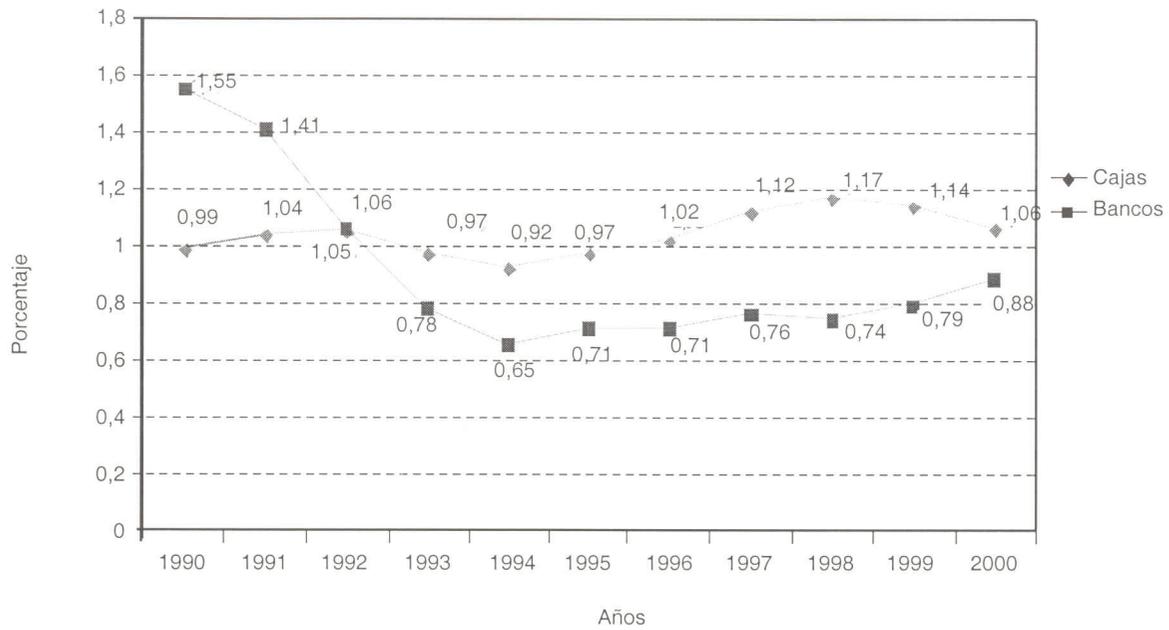
- Todo lo anterior no hace sino avalar la necesidad de preservación de un modelo de institución cuyo papel se ve reforzado en la configuración del sistema financiero del nuevo siglo.

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DE LA *RATIO* DE EFICIENCIA  
(Gastos explotación/Margen ordinario)



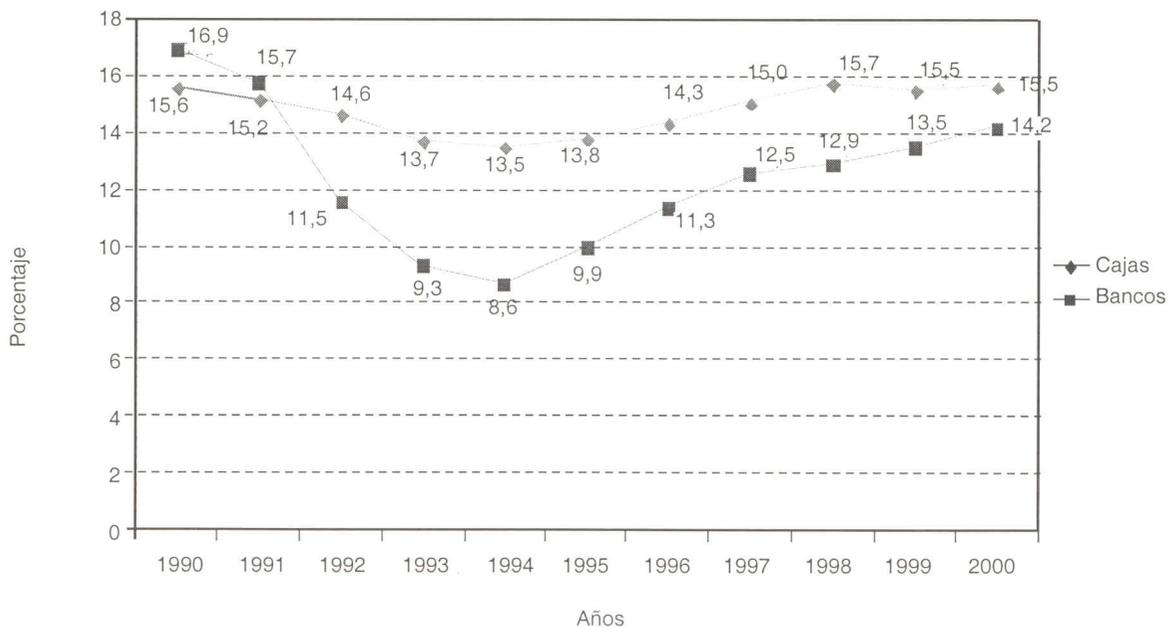
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS



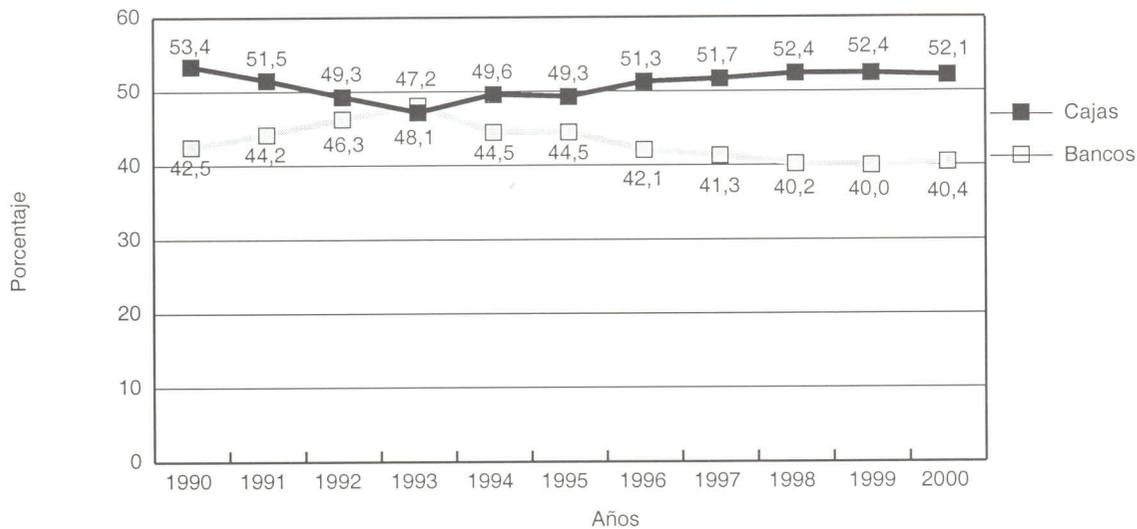
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS



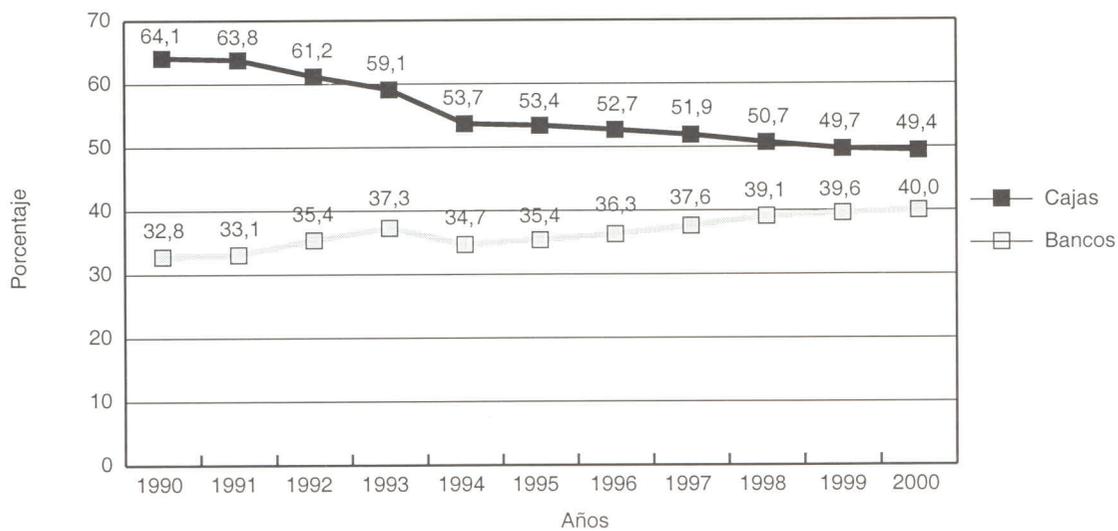
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 4  
EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO. DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO



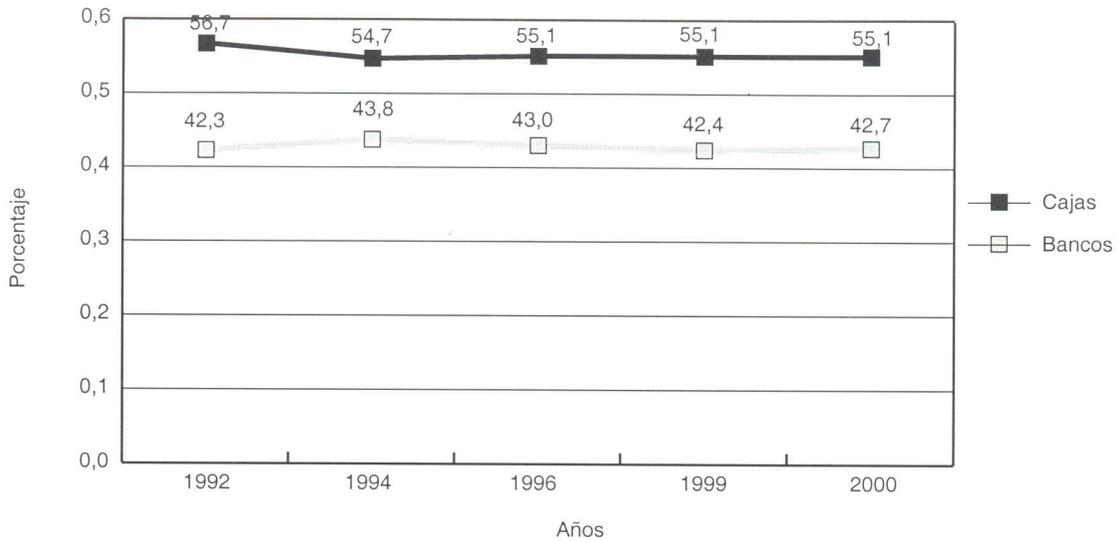
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 5  
EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO. INVERSIÓN CREDITICIA DEL SECTOR PRIVADO



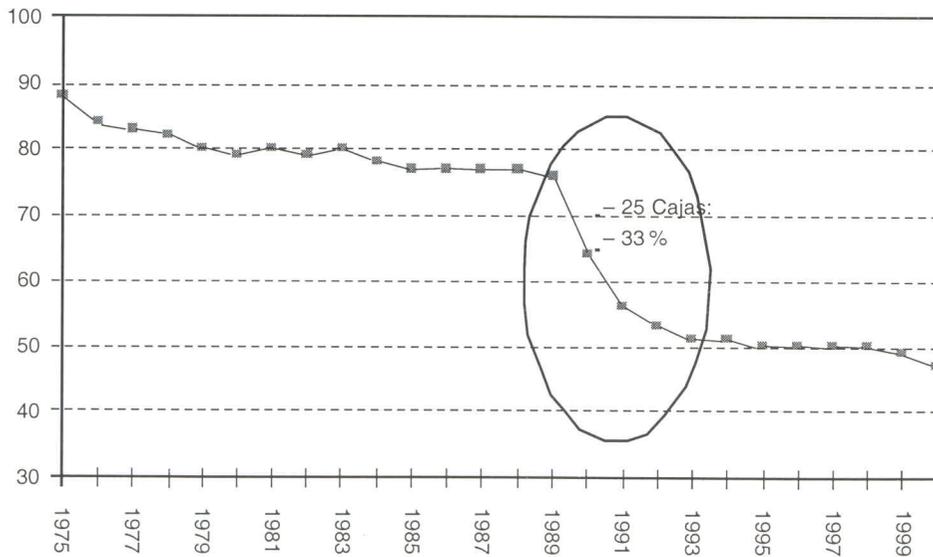
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE MERCADO EN RECURSOS GESTIONADOS



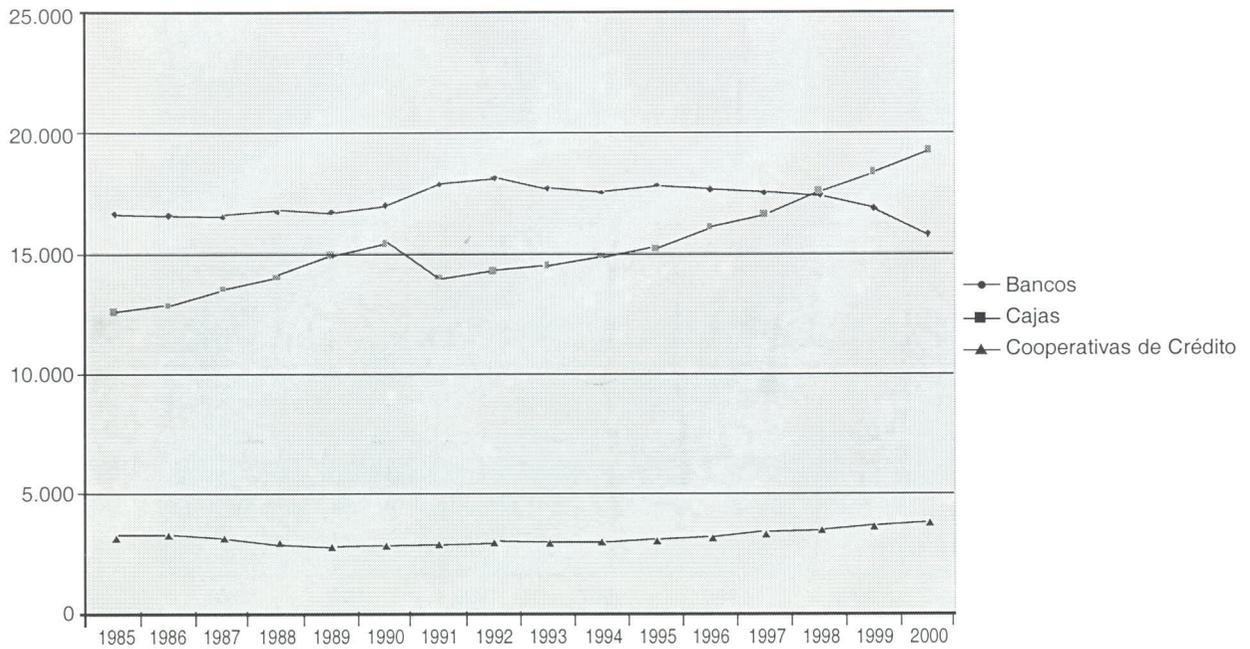
Fuente: Ahorro Corporación y elaboración propia

GRÁFICO 7  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE CAJAS DE AHORROS



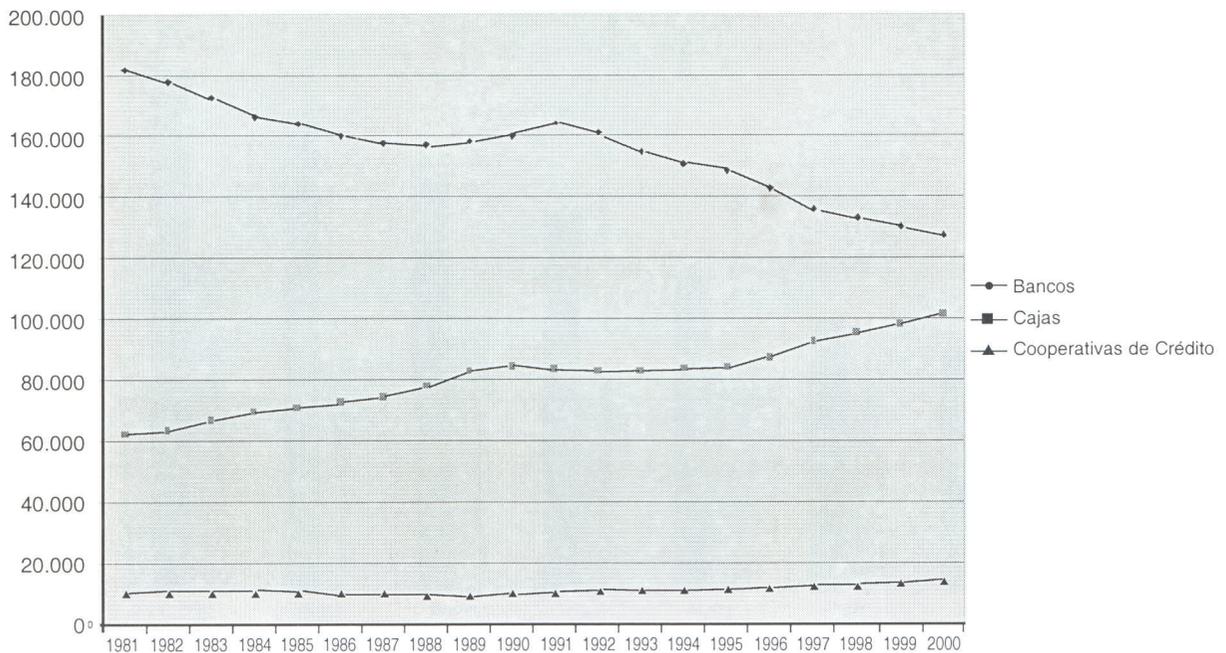
Fuente: CECA y elaboración propia

GRÁFICO 8  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE OFICINAS BANCARIAS EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

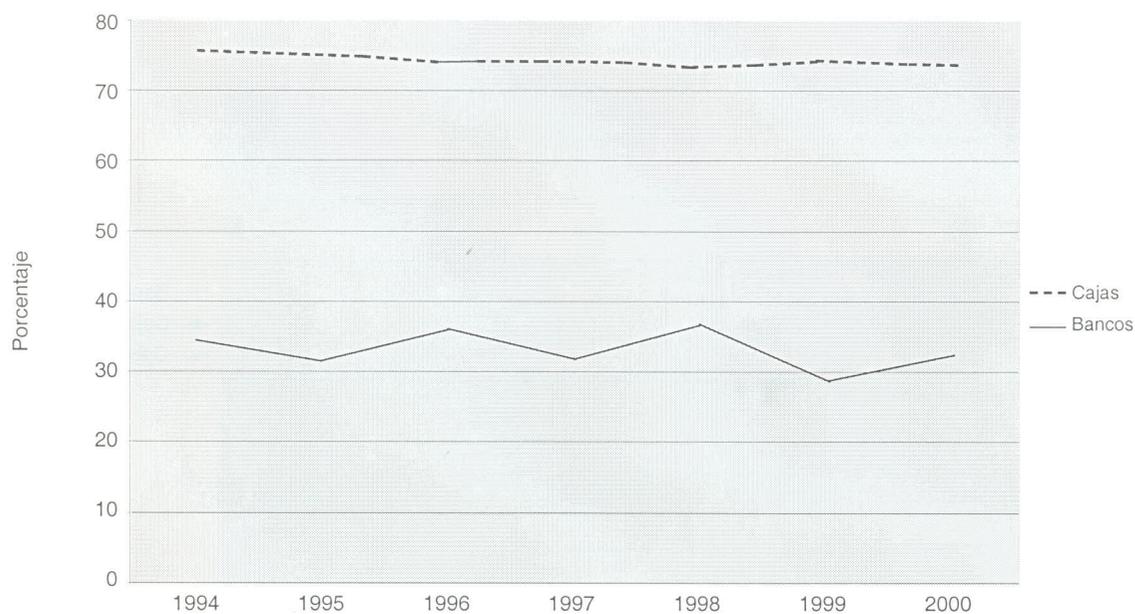
GRÁFICO 9  
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPLEADOS DEL SISTEMA BANCARIO EN ESPAÑA



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 10

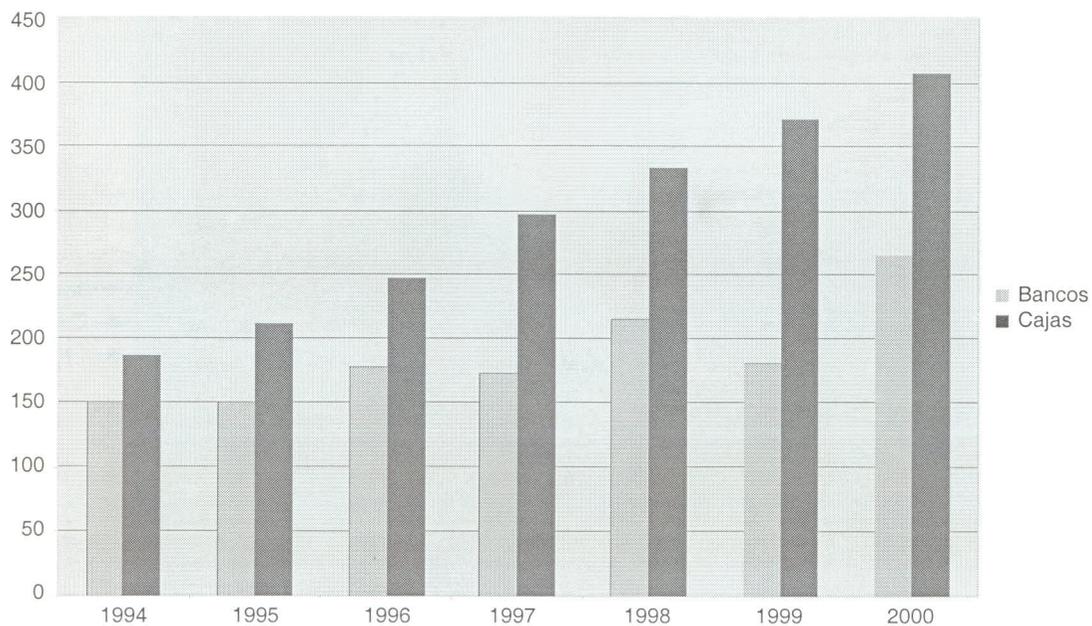
EVOLUCIÓN DEL PORCENTAJE DE LOS BENEFICIOS NETOS ASIGNADOS A RESERVAS



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

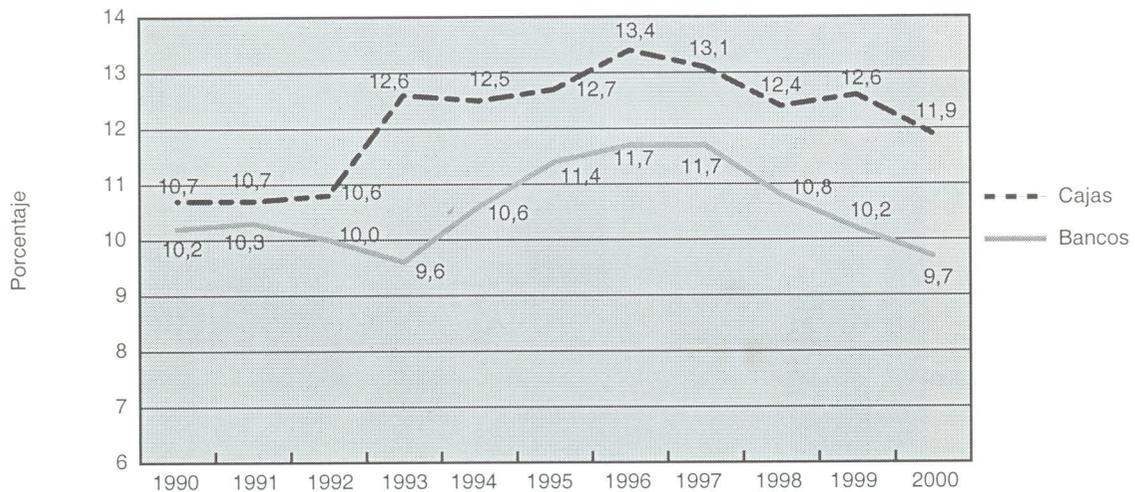
GRÁFICO 11

DOTACIONES ANUALES A RESERVAS (miles de millones de pesetas)



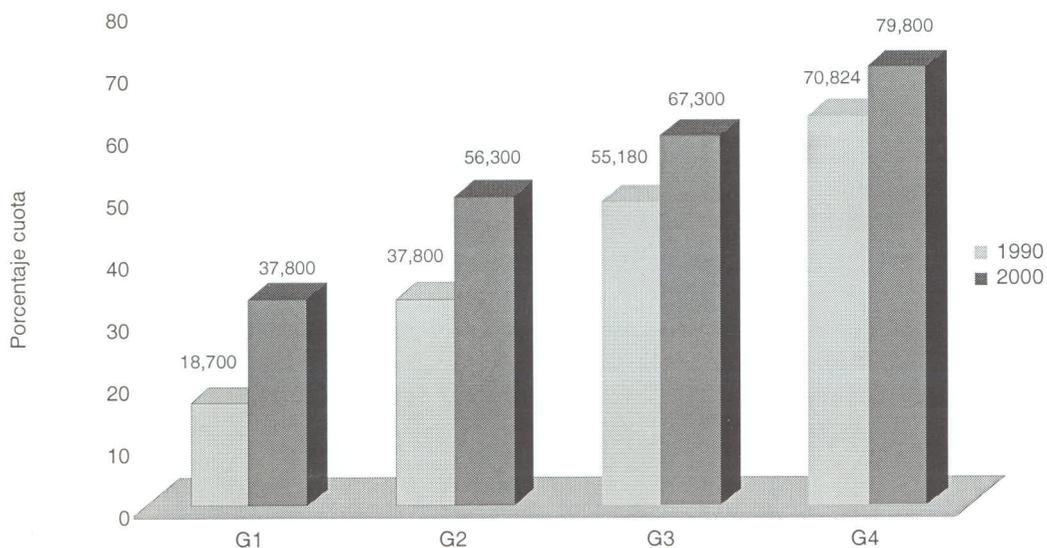
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 12  
EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE SOLVENCIA



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 13  
COMPARACIÓN DEL GRADO DE CONCENTRACIÓN  
Cuotas de Mercado por Depósitos (\*)

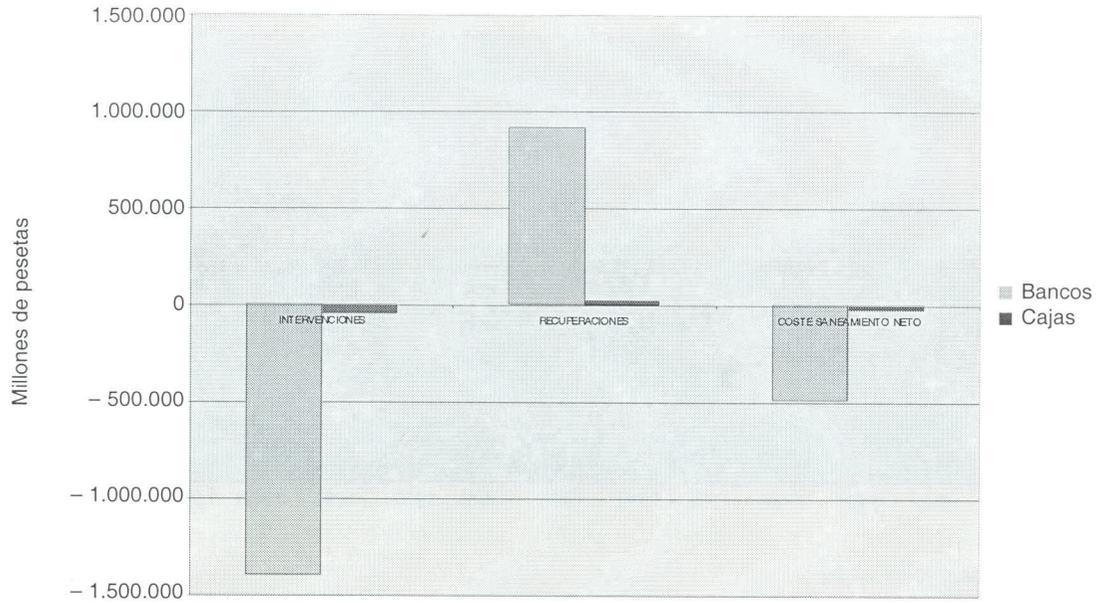


G1 = Primer y Segundo grupo bancario; G2 = Cinco primeros grupos; G3 = Diez primeros grupos bancarios; G4 = Veinte primeros grupos bancarios.  
(\*) Incluyen débitos a clientes + débitos representados por valores negociables + otros pasivos + pasivos subordinados.

Fuente: «La concentración de la banca española en los últimos diez años», Guillermo de la Dehesa, Diario *El País*, 10-VI-2001. Elaboración propia.

GRÁFICO 14

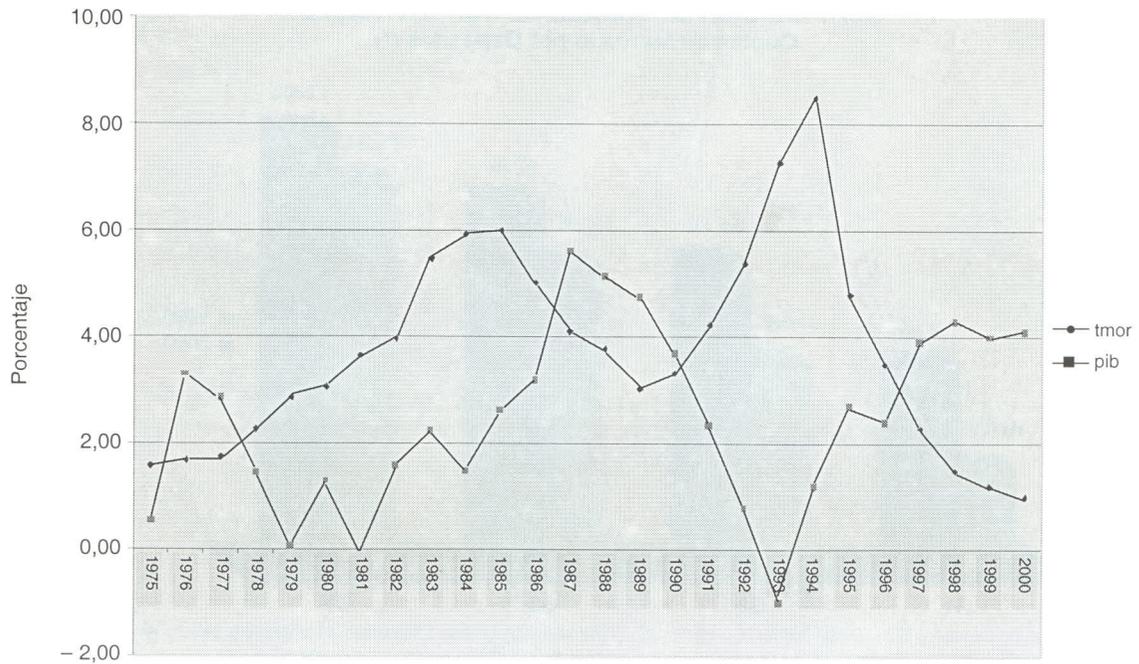
INTERVENCIONES DE LOS FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS: 1980-2000



Fuente: Fondos de Garantía de Depósitos y elaboración propia.

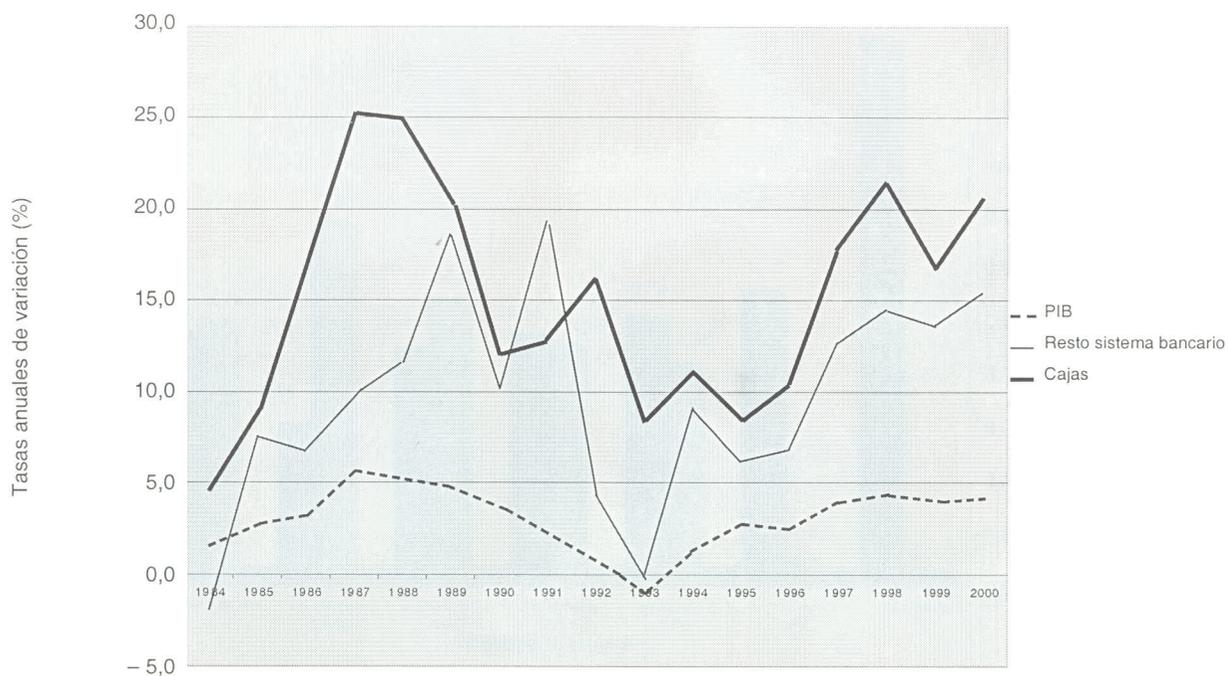
GRÁFICO 15

CRECIMIENTO DEL PIB Y MOROSIDAD DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO EN ESPAÑA



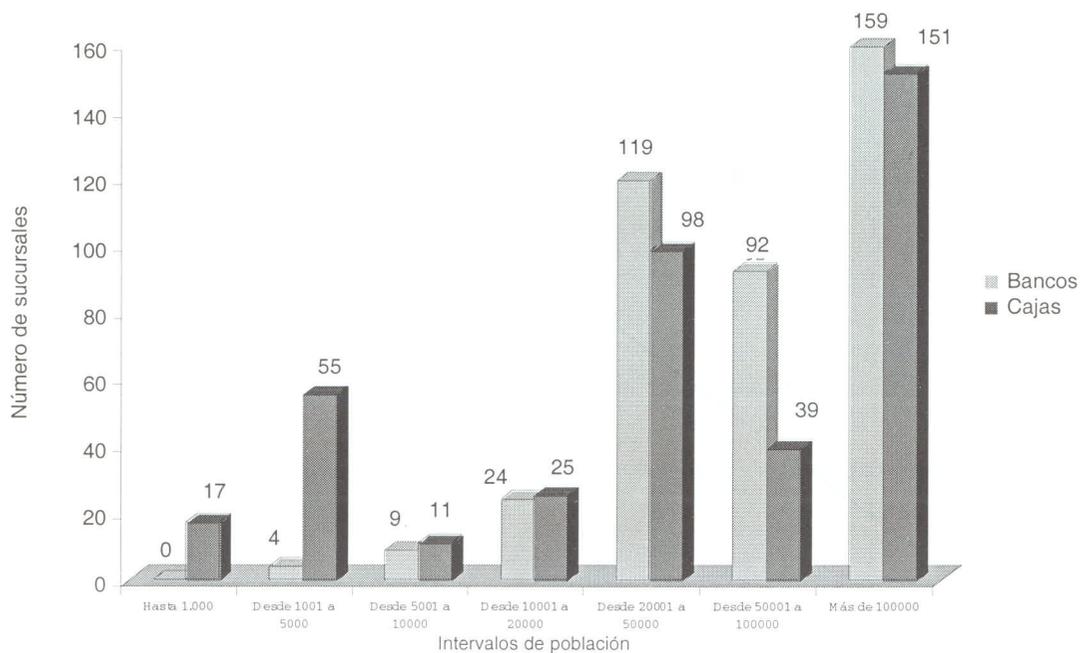
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 16  
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO DEL SECTOR PRIVADO Y CRECIMIENTO DEL PIB



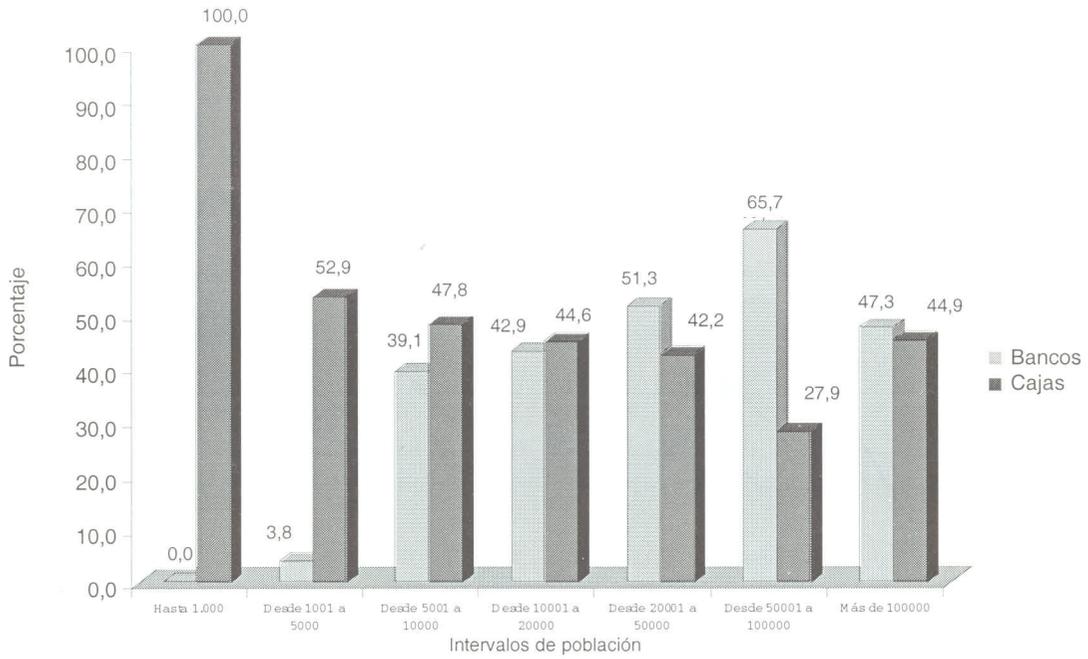
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 17  
DISTRIBUCIÓN DE SUCURSALES POR MUNICIPIOS SEGÚN TAMAÑO DE POBLACIÓN  
Provincia de Málaga-Septiembre 2000



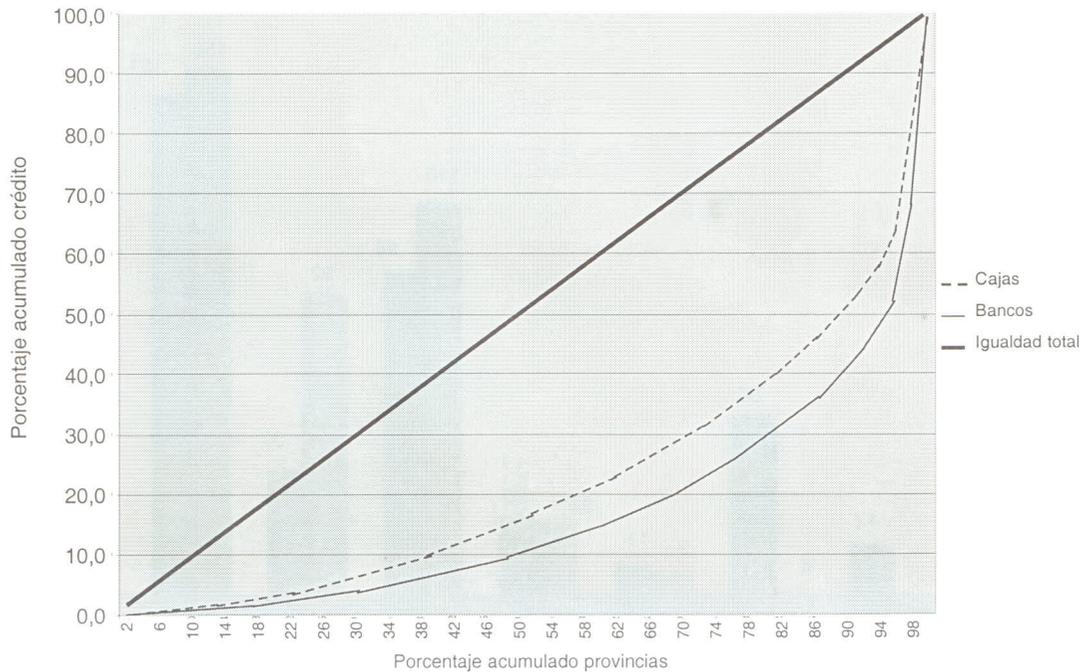
Fuente: Libro verde de entidades financieras y elaboración propia.

GRÁFICO 18  
**DISTRIBUCIÓN DE SUCURSALES POR MUNICIPIOS SEGÚN TAMAÑO DE POBLACIÓN**  
 Provincia de Málaga-Septiembre 2000



Fuente: Libro verde de entidades financieras y elaboración propia.

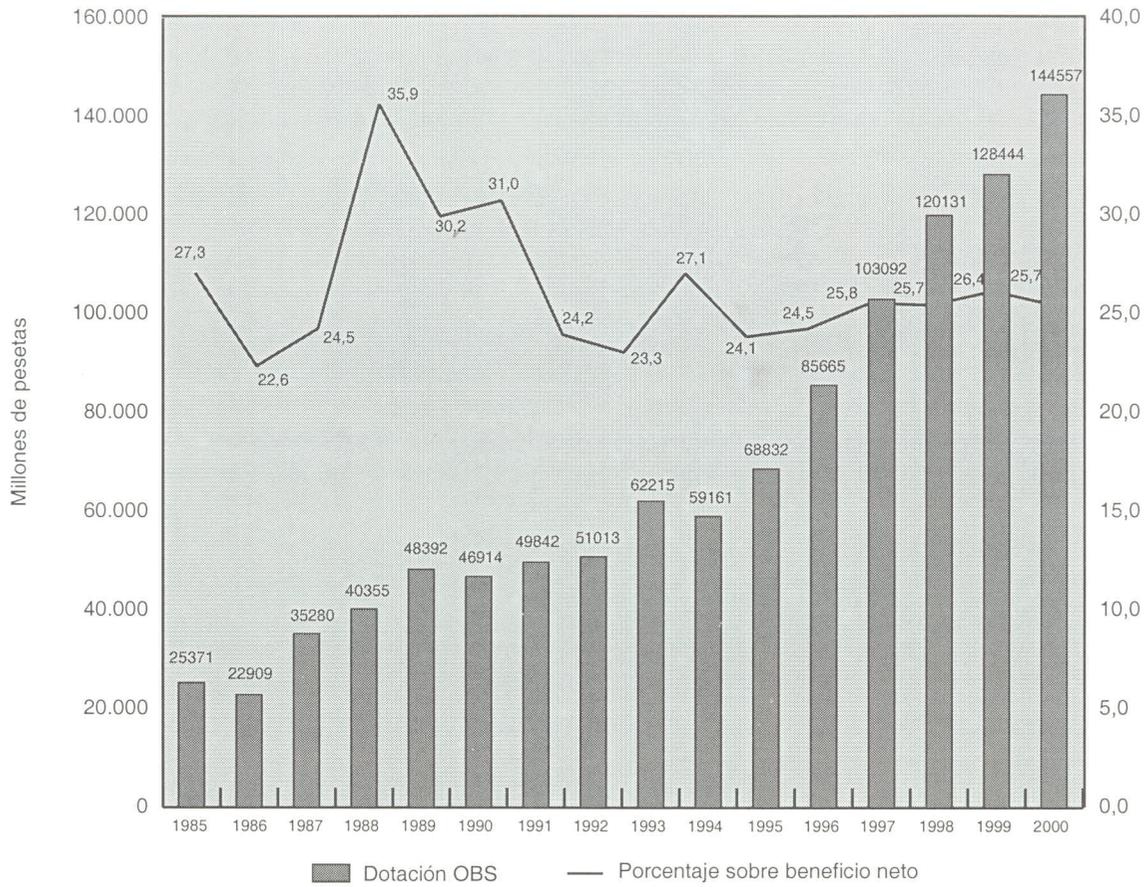
GRÁFICO 19  
**DISTRIBUCIÓN PROVINCIAL DEL CRÉDITO DEL SECTOR PRIVADO: CURVAS DE CONCENTRACIÓN,**  
 DICIEMBRE 2000



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 20

EVOLUCIÓN DE LAS DOTACIONES A OBRA SOCIAL DE LAS CAJAS DE AHORROS



Fuente: CECA, y elaboración propia.



# Las cajas de ahorros en el mundo de hoy

Victorio Valle

Los criterios de eficiencia y rentabilidad no constituyen los únicos argumentos de la función objetivo de las cajas de ahorros españolas. El cumplimiento de los criterios estrictamente económico-financieros, propios de las entidades que persiguen únicamente la maximización del valor de los accionistas, se ve ostensiblemente ampliado en las cajas de ahorros. En su quehacer diario, ocupa una posición preponderante la dimensión social. Entre sus múltiples proyecciones, destacan la promoción del desarrollo económico de los territorios con los que se encuentran vinculadas y la mejora en el nivel de equidad, plasmada a través de la reversión al conjunto de la sociedad de la totalidad de su excedente neto y de la reducción del fenómeno de exclusión en sus diversas vertientes. De este modo, las cajas de ahorros españolas, en el desarrollo de su actividad, no sólo han contribuido a la estabilidad e incremento de la competencia en el sistema bancario, sino que han generado masa crítica en la creación y consolidación de lo que ha venido a denominarse «capital social». La importancia de este tipo de cuestiones dentro de los sistemas financieros actuales nos llevó a su análisis en la sesión inaugural del *Wolpertinger 2001*. En su tratamiento deben tenerse en cuenta los siguientes aspectos:

En primer término quiero resaltar algo que no siempre ha sido bien comprendido por los analistas y estudiosos de los sistemas bancarios y financieros. Me refiero a la *singularidad* de las cajas de ahorros españolas respecto a otras instituciones mutualistas o fundacionales de otros países avanzados del mundo. Esa singularidad tiene manifestaciones distintas, pero, en relación con algunas cuestiones actuales, pienso que hay cuatro aspectos en que esa singularidad se materializa.

1. Su gran importancia relativa en el sistema bancario (con cuotas de mercado en créditos y depósitos en torno al 50 por 100).

2. Su naturaleza jurídica de fundaciones *privadas*, que no se ve, en lo fundamental, empañada por la importante presencia de los representantes de corporaciones locales en sus órganos de gobierno y que se complementa con la carencia de cualquier tipo de garantía pública que avale sus actividades.

3. Su elevada *solvencia*, que les permite globalmente cumplir las exigencias de recursos propios con los instrumentos existentes, sin que su carácter no societario —que impide la obtención de recursos propios por la vía de la emisión de acciones— haya constituido hasta ahora un grave impedimento para el ejercicio de su actividad y de su adecuada expansión.

4. Su satisfactoria combinación de una fuerte *competencia* dentro del propio sector con un alto nivel de *cooperación* en aspectos institucionales y de interés común para las entidades que lo integran. Una cooperación que se canaliza esencialmente a través de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

En *segundo* lugar, el modelo de las cajas de ahorros españolas, que ha sabido combinar la doble dimensión *financiera* y *social* que está en el origen de las cajas desde su creación a finales del siglo XVIII, ha tenido un indudable éxito en la sociedad española. Existe —según todos los sondeos de opinión realizados— una *percepción diferencial positiva* por parte de los españoles respecto a las cajas de ahorros.

El moderno éxito financiero de las cajas españolas está relacionado con el proceso de liberalización operativa que han ido experimentando desde 1978 y la vinculación tradicional de sus áreas de negocio con los grandes protagonistas del crecimiento económico español del último cuarto de siglo: las pequeñas y medianas empresas, las familias y las administraciones públicas territoriales, con unas competencias crecientes

dentro del nuevo Estado de las autonomías en la nueva democracia española.

La opinión popular de los españoles identifica a las cajas de ahorros en la actualidad como entidades:

1. Que promueven el ahorro.
2. Que amplían la elección institucional de ahorradores e inversores con entidades que practican un tipo de banca diferente.
3. Que dan prioridad a la generación de un valor añadido social, respecto a la obtención de un puro beneficio empresarial.
4. Que siguen criterios menos especulativos en sus inversiones.
5. Que facilitan la integración de las clases populares en los canales del sistema de mercado.

Mi *tercera* reflexión se centra en la convicción de que la desaparición de las cajas de ahorros en España constituiría una grave pérdida para el sistema bancario. Las cajas de ahorros constituyen un factor básico de competencia e innovación, a la vez que otorgan una dimensión social a su actividad financiera de la que carecen otras instituciones del sistema bancario.

Expresar esta opinión no supone pensar que la pervivencia de las cajas de ahorros esté realmente amenazada en España. Sin embargo, sería negar la evidencia obviar el hecho de que algunas personas —incluso analistas del sistema financiero— opinan que las cajas introducen, por su peculiar naturaleza jurídica, un elemento de asimetría en la competencia bancaria, que reclama, más pronto o más tarde, su conversión societaria, siguiendo el ejemplo de algunos otros países como el Reino Unido o Italia. Ese camino de conversión, discutible en sus fundamentos, conduciría inevitablemente a la desaparición de las cajas como tales entidades singulares, tal como la experiencia internacional enseña.

La pervivencia de las cajas de ahorros en el sistema bancario español reclama, a mi juicio, seis condiciones esenciales:

1. Preservar su naturaleza tradicional como “fundación-empresa”, combinando sus dos aspectos diferenciales: el financiero, que debe permitir el ejercicio de una banca de proximidad en un marco de libertad, y el social, que ha estado siempre presente en su comportamiento y en la utilización de sus resultados.

2. Acentuar su naturaleza *privada*, tanto jurídica como prácticamente. Una exigencia que seguramente reclama una variación del actual estatuto legal de las cajas con objeto de limitar el papel de las autoridades políticas en los órganos de decisión de estas entidades financieras.

3. En coherencia con la anterior apreciación, debe enfatizarse la necesaria profesionalización de los miembros del consejo de administración de las cajas. Una profesionalización que tiene su adecuado complemento en la paulatina instauración de códigos que recojan principios de prácticas correctas para el buen gobierno de las cajas de ahorros, que refleje sus peculiaridades propias, en beneficio de los *stakeholders*.

4. Las cajas deben intensificar la cooperación viable entre ellas, de forma compatible con la necesaria competencia. De esta forma, además de contribuir a conservar los principios que inspiran el comportamiento de estas entidades, la cooperación permite suplir con ventaja las economías de escala y de gama derivadas de una mayor dimensión.

5. Mantener su doble dimensión social, que ha contribuido históricamente a su fuerte implantación popular. Una doble dimensión que se materializa, por una parte, en un flujo anual de casi mil millones de euros como “dividendo social” de las cajas y, por otra, en una serie de características de su propia actividad financiera como, por ejemplo, su apoyo a los proyectos territoriales en el área en que cada caja opera, su afán por evitar la exclusión financiera de los colectivos sociales menos dotados, y su actuación más aversa al riesgo que el resto de las instituciones financieras.

6. Finalmente, la comunidad de las cajas de ahorros debe internalizar el problema que deriva de la diferente dimensión de las entidades. La existencia de dos grandes cajas, con una dimensión muy superior a la media, reclama un *status* singular que no impida a estas entidades operar en el sistema bancario con la diversidad y agresividad que su tamaño exige, sin condicionar el curso de la actividad del sector en su conjunto, integrado por entidades que, en su mayoría, tienen y desean conservar una dimensión mediana o pequeña.

En suma, a la vista de la evolución reciente de las cajas españolas, y con la clara conciencia de lo acontecido en otros países de Europa, tanto las propias cajas como el gobierno de España deben utilizar todos los medios a su alcance para mantener esta categoría de instituciones financieras, cuyo papel social y financiero ha venido siendo clave en el crecimiento reciente de la economía española.

# ¿De qué manera el cambio de tendencia en los mercados de valores afecta a la competencia y a la cooperación entre las bolsas europeas?

Jean-Paul Abraham  
Anne-Françoise Pirard

## I. ¿UNA NUEVA ERA?

En la década de los noventa las bolsas europeas experimentaron cambios radicales. La presión convergente de varias fuerzas indujo una creciente competencia entre la mayoría de las 30 bolsas actualmente existentes (\*). La perspectiva de un mercado europeo de capitales integrado, estimulado y simbolizado por la introducción de la moneda única propició también la formulación de diversos planes de cooperación entre las bolsas. Como se muestra en los gráficos 1a y 1b, todo ello tuvo lugar en el marco de unos mercados de valores boyantes y de una espectacular subida global de los índices bursátiles.

Esta situación llegó a su fin aproximadamente en el segundo trimestre de 2000. Un mercado a la baja (*bear market*), impulsado por los valores tecnológicos, sustituyó al mercado al alza (*bull market*) precedente. Los movimientos descendentes se multiplicaron e intensificaron. Inicialmente fueron interpretados como correcciones de una situación previa de «exuberancia irracional». Este año, sin embargo, las señales de alerta en los beneficios de importantes compañías que cotizan en las principales bolsas anunciaron un bajón económico más general, y no sólo financiero. Finalmente, el *shock* del 11 de septiembre y sus secuelas precipitaron e infundieron nuevo vigor a las fuerzas recesivas, tanto en el frente económico como en el financiero.

Este trabajo tiene por objeto analizar la influencia de estos hechos en un asunto específico: *la competencia y la cooperación entre las bolsas europeas*. En el apartado II se ofrece de manera estilizada un resumen del legado de la década de los noventa, elaborando un modelo de referencia para el proceso objeto de revisión. En el III, se evalúa la manera en que el cambio en

las tendencias del mercado afecta a los diversos componentes del modelo. Por último, en el IV, nos esforzamos por esbozar algunas ideas prospectivas, concentrándonos en una cuestión fundamental: *¿estamos entrando en una nueva era?*

## II. EL LEGADO DE LA DÉCADA DE 1990

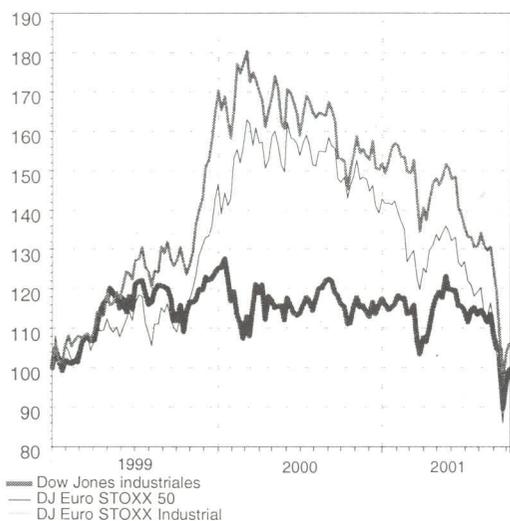
En un trabajo anterior (Abraham y Pirard, 1999) hemos analizado la contribución de cuatro fuerzas principales en el proceso de cambio.

El *progreso tecnológico* ha dado lugar en todo el mundo a una drástica disminución de los costes de información y transacción en las bolsas. La negociación electrónica automatizada ha reemplazado a las voces de los agentes en la mayoría de los parqués. En Estados Unidos, donde este movimiento no fue tan general, los avances técnicos han propiciado la aparición del ECN y de otros sistemas alternativos de negociación. En Europa, el OM Gruppen sueco (sistema operativo SAX), la Bolsa de París (sistema NSC) y la Deutsche Börse (sistema XETRA) han utilizado el avance tecnológico como un instrumento de penetración en mercados extranjeros. El factor tecnológico aumenta el tamaño mínimo requerido para aprovechar plenamente las economías de escala y las externalidades de la red.

La *desregulación* ha eliminado muchos privilegios restrictivos de las bolsas nacionales o regionales y/o grupos específicos de intermediarios. A la liberalización dispuesta por las autoridades siguió la desmutualización de las bolsas. En muchos países, las bolsas se han convertido en compañías comerciales, cuyas acciones a menudo se incluyen y cotizan en su propio mercado de valores (en un orden cronológico de inclusión: las bolsas escandinavas, la Deutsche Börse,

GRÁFICO 1a

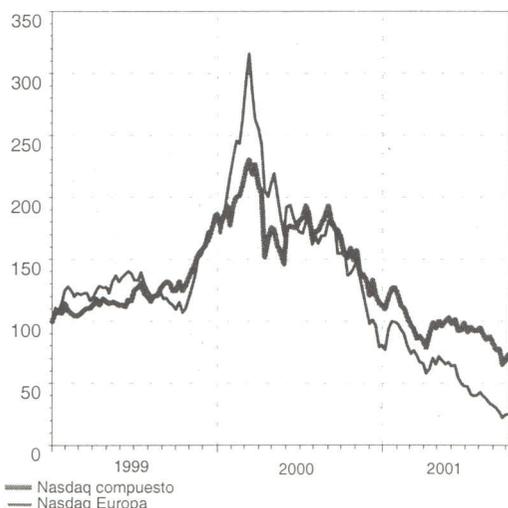
**ÍNDICES BURSÁTILES DOW JONES INDUSTRIALES,  
EURO STOXX INDUSTRIALES Y EURO STOXX 50**  
Años 1999-2001 (9 meses)  
1 de enero de 1999 = 100



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 1b

**ÍNDICES BURSÁTILES NASDAQ COMPUESTO  
Y NASDAQ EUROPA**  
Años 1999-2001 (9 meses)  
1 de enero de 1999 = 100



Fuente: Datastream.

Euronext, la Bolsa de Londres). La desregulación promueve la estandarización sobre la diferenciación, y la eficiencia sobre la estabilización. Las economías de

escala sólo pueden ser disfrutadas en un entorno institucional desregulado.

La *integración europea* puede considerarse como un proceso de desregulación armonizadora externa, reforzado por la introducción de la moneda única. La integración abre la perspectiva de un sistema paneuropeo de bolsas que se gestará bien por la competencia y supervivencia de las más aptas o por una ordenada y metódica reforma institucional, como resultado de la cooperación, las alianzas y las fusiones.

La *difusión de la cultura accionarial* siguiendo el modelo anglosajón ha tenido lugar bajo la presión de dos factores interactivos y convergentes: una mayor demanda de inversión en acciones por parte de inversores institucionales y privados en un período de bajos niveles de inflación y de tipos de interés más reducidos, y una mayor disposición de las empresas para financiar su expansión a través de los mercados de capitales, en vez de recurrir al sistema bancario.

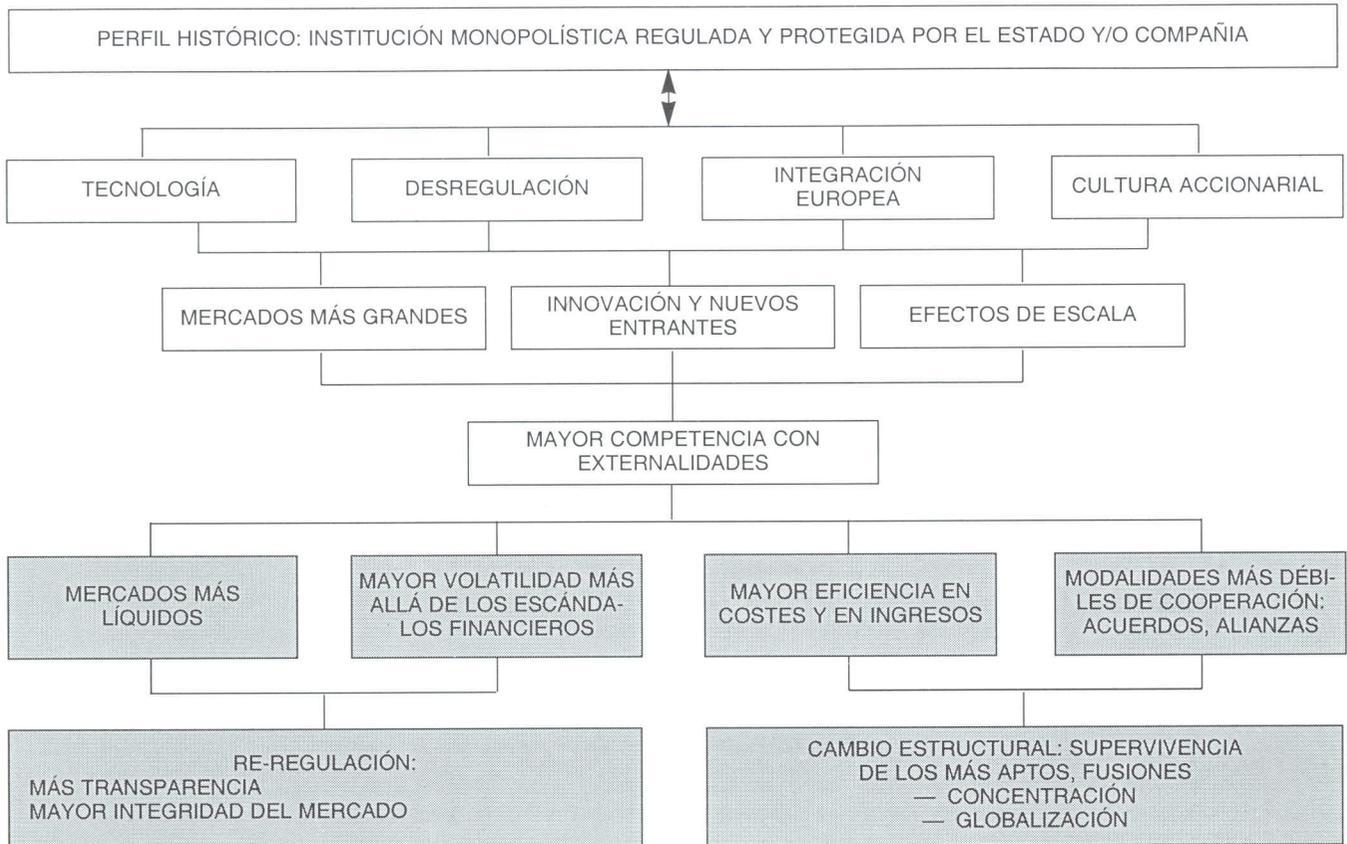
En el gráfico 2 se esboza la manera en que estos factores interactúan para promover mercados más grandes y líquidos, innovadores e innovaciones, así como para inducir efectos de escala. Como consecuencia, aumenta la competencia y se desarrollan externalidades positivas a través de efectos de red.

Sin embargo, de igual modo que en un proceso dialéctico, una competencia intensa desencadena reacciones nuevas, y a veces opuestas, como resultado de una mayor volatilidad, de escándalos financieros, del predominio de los más fuertes y aptos, etc. Ello explica la reciente tendencia de la re-regulación hacia una mayor transparencia e integridad del mercado, así como los esfuerzos de cooperación, ya sea en una forma relativamente débil, como las alianzas o la interconexión de mercados, ya sea en otra forma más sólida mediante fusiones y adquisiciones.

El recuadro 1 registra los datos y acontecimientos principales del que hemos llamado *agitado camino hacia la cooperación* desde el término de la etapa dos y el inicio de la etapa tres de la Unión Monetaria Europea (1998-1999). La consecuencia a extraer de este estudio es que se han ensayado, sin demasiado éxito, diferentes modalidades de cooperación. Los cambios estructurales a través de una reforma ordenada y metódica han sido bastante limitados, siendo Euronext el experimento más importante puesto en marcha. La mayoría de las bolsas europeas que existían previamente se mantienen: ¿se producirá finalmente el cambio estructural mediante la supervivencia de los más aptos en la lucha competitiva, que se ha intensificado gradualmente?

GRÁFICO 2

COMPETENCIA Y COOPERACIÓN ENTRE LAS BOLSAS EUROPEAS: UN MODELO DE REFERENCIA



III. LA REVERSIÓN Y SUS CONSECUENCIAS

1. Los hechos

Comenzando en enero de 1999, el DJ Euro STOXX 50, que refleja sobre todo la evolución relativa a las acciones de primera clase en las bolsas europeas tradicionales, alcanzó su nivel máximo en marzo de 2000 con una subida de más del 60 por 100 (gráfico 1). La subida del Easdaq (actualmente Nasdaq Europa) fue todavía más espectacular. Este índice aumentó más del triple en cinco trimestres y alcanzó su punto máximo en marzo de 2000. Superó incluso al Nasdaq Compuesto con base en EE.UU., que en ese país reflejó el empuje alcista de los mercados con mayor intensidad que el tradicional Dow Jones de valores industriales.

El declive del Nasdaq a partir del segundo trimestre de 2000 resultó aún más espectacular que su subida, que ya había quedado completamente anulada en el primer trimestre del presente año. Esto no ocurrió con el tradicional Euro STOXX 50, que, al finalizar el primer semestre, se mantenía todavía un 30 por 100 aproxi-

madamente por encima de su nivel inicial a comienzos de 1999. Sin embargo, estos beneficios se esfumaron en el tercer trimestre, en especial tras los acontecimientos del 11 de septiembre. Entretanto, Nasdaq Europa (ex Easdaq) ha quedado reducido a cerca de un tercio de su nivel inicial.

La volatilidad de las variaciones diarias fue mayor en 2000 y 2001 que en 1999 (apéndice 2), aunque no en un grado sustancial (en las bolsas más tradicionales), a excepción de meses específicos como marzo y septiembre de 2001. Increíblemente, en ese último mes, la volatilidad del tradicional Euro STOXX 50 superó a la del normalmente más volátil Nasdaq. Con todo, excepción hecha de esos casos especiales, el descenso general ha sido claramente *continuo*.

El descenso fue también cada vez más *convergente* (apéndice 3). La tendencia anterior hacia un menor grado de correlación, una mayor independencia entre los índices nacionales e internacionales ha llegado a su fin en el presente año, lo que apunta a que el descenso, que se inició en las bolsas de EE.UU., se había

RECUADRO 1

EL AGITADO CAMINO HACIA FORMAS DE COOPERACIÓN: ALIANZAS, FUSIONES PARCIALES O TOTALES

- Julio de 1998:** Alianza Londres-Francfort con plataforma paneuropea de 300 acciones de primera clase (*blue chips*).
- Noviembre de 1998:** Ampliación de alianzas: club de ocho bolsas con la plataforma electrónica paneuropea de acciones de primera clase.
- Enero de 1999:** Alianza del Benelux: asociación cruzada e interconexión.
- Junio de 1999:** NOREX: asociación cruzada entre las bolsas escandinavas (excepto Finlandia) y sistema común de negociación y de normas para las transacciones.
- Marzo de 2000:** EURONEXT: París-Amsterdam-Bruselas: plena fusión.
- Mayo de 2000:** iX: Plan de fusión parcial Londres-Francfort; dos mercados separados; acciones de primera clase en Londres, acciones de alto crecimiento en Francfort (*joint venture* con NASDAQ). No incluye compensación y liquidaciones.
- Junio de 2000:** Propuesta de Alianza Global de Mercados de Valores: NYSE, Tokio, Euronext: negociación durante las 24 horas y contratación centralizada de acciones de primera clase.
- Julio de 2000:** Alianza anunciada de Tradepoint y SWX (Zurich) en **Virt-x**. Plataforma electrónica para negociaciones transfronterizas de acciones de primera clase (objetivo actual 600).
- Septiembre de 2000:**
- oferta pública de adquisición de la London Stock Exchange (LSE) por OM Gruppen: 0,65 de acción nueva de OM Gruppen + 7 por acción de LSE, revisada posteriormente a 0,5 de acción nueva de OM G + 20 (o sólo 1,4 acciones de OM G);
  - implosión del proyecto iX;
  - inicio legal y operativo de Euronext.
- Octubre de 2000:**
- rechazo persistente de la oferta de OM Gruppen por parte de LSE;
  - defensa de la independencia de LSE
- Noviembre de 2000:**
- rechazo final de la oferta de OM Gruppen;
  - lanzamiento de JIWAY por parte de OM Gruppen y Morgan Stanley Witter: plataforma electrónica para transacciones transfronterizas para *brokers* centrados en inversores privados.
- Diciembre de 2000:** llega a su fin Euro-NM como sistema europeo de intercambio para pequeñas y medianas capitalizaciones.
- Febrero de 2001:**
- el Informe Lamfalussy recomienda cambios institucionales y procedimientos para armonizar la reglamentación de los mercados europeos de valores;
  - Deutsche Börse ofrece acciones al público: una OPV exitosa a 335 (10x35) DM por acción recauda 1.100 millones de EUR.
  - en Euronext, fusión de las tres cámaras nacionales de compensación en Clearnet como única contraparte centralizada para transacciones de acciones y derivados.
- Marzo de 2001:** NASDAQ adquiere una participación de control en EASDAQ como base para la constitución de NASDAQ Europa.
- Abril de 2001:** Euronext introduce en París su nueva plataforma común de negociación elaborada para el mercado NSC (Nouveau Système de Cotation), seguido por Bruselas (mayo) y por Amsterdam (octubre).
- Mayo de 2001:** LSE es la segunda Bolsa, después de Euronext, que organiza un sistema de negociación con una contraparte centralizada. Bajo el liderazgo de su nuevo consejero delegado, Ms. Furse, hace hincapié en su desarrollo independiente.
- Junio de 2001:** NASDAQ Europa introduce su nueva plataforma de negociación electrónica ETS (European Trading System) como primera etapa en la construcción de la base europea para un sistema NASDAQ de alcance mundial.
- Julio de 2001:** imitación de Deutsche Börse, Euronext (6 de julio) y LSE (20 de julio) ofrecen acciones al público.

	Precio de introducción	Precio a fines de sept. 2001	2 de noviembre de 2001
EURONEXT	24 EUR	15,85 EUR	18,9 EUR
LSE	397,5 £	338 £	351 £
Deutsche Börse	35,5 DM	38 DM	39,91 DM (12,11)

- Agosto de 2001:** se anuncian los planes de LSE para la adquisición del mercado de derivados LIFFE con base en Londres.
- Septiembre de 2001:**
- cooperación (acceso directo mutuo) EURONEXT-Bolsa de Helsinki (después de la asociación cruzada con Luxemburgo y las fusiones con Lisboa).
  - EURONEXT inicia la recompra de sus propias acciones.
- Octubre de 2001:**
- EURONEXT:
- Exitosa migración desde Amsterdam hacia una plataforma común VSC (29 octubre).
  - La Bolsa de Atenas pretende unirse a EURONEXT.
  - Fuerte competencia entre EURONEXT y LSE para la adquisición del mercado de derivados LIFFE.
    - Resultado: Acuerdo entre los consejos de EURONEXT y LIFFE en los siguientes términos:
      - \* Oferta en efectivo de 18,25 £ por acción de LIFFE en representación de EURONEXT (preferida a la oferta de LSE consistente en 12 £ por acción más 7 £ en acciones de LSE). Montante total del acuerdo: 550 £ mill. (890 mill. EUR).
      - \* Concentración total del negocio de derivados de EURONEXT en Londres, la base de la plataforma LIFFE's CONNECT.
      - \* Ningún cambio en la gestión de LIFFE.
  - Competencia entre Deutsche Börse y Euroclear para la adquisición de la agencia de compensación CLEARSTREAM.

extendido internacionalmente y se había generalizado, incluso en lo que respecta a su velocidad.

## 2. Impacto en las fuerzas impulsoras, especialmente a través de una ruptura en la cultura accionarial

¿Cómo afectó este descenso a las bolsas de valores europeas a su actividad, a la competencia entre ellas y a su cooperación? En el corto plazo, un retroceso de los índices no implica necesaria y automáticamente una disminución de la actividad y del ingreso neto. La LSE registró un volumen récord de negocio en el crucial mes de septiembre de 2001, haciendo patente el conocido paradigma de los agentes de Bolsa según el cual lo que importa es el *movimiento* y no el *signo* del movimiento. Deutsche Börse anunció un aumento sustancial de sus beneficios en el primer semestre de 2001, gracias sobre todo a los negocios de derivados en Eurex. Euronext compensó la caída de sus ingresos de negociación con resultados favorables en otras actividades, especialmente en las de compensación y liquidación.

Sin embargo, para evaluar los efectos más *duraderos* tenemos que regresar a nuestro modelo de referencia para analizar la manera en que el descenso incide en la dinámica del cambio y en sus principales determinantes.

El impacto más directo y obvio afectó a la *difusión de la cultura accionarial*. Como suele suceder en tiempos de crisis, los inversores abandonaron la renta variable y se refugiaron en la liquidez y en títulos de renta fija. Las repercusiones de este desplazamiento se dejaron sentir en todos los mercados de acciones, pero en mucha mayor proporción en los mercados menos líquidos de pequeñas y medianas capitalizaciones. Muchas acciones se convirtieron en *penny stocks*, es decir, de valor inferior a un dólar o euro y, salvo que se hiciera una excepción, tuvieron que ser retiradas de la cotización del Nasdaq y del Neuer Market. La ausencia de compradores se hizo sentir gravemente en todos los mercados.

Por otra parte, las compañías se abstuvieron de emitir valores nuevos o adicionales, ya fuese porque su rentabilidad actual y prospectiva parecía ser insuficiente para atraer a analistas e inversores o, en el caso de las empresas más prósperas, debido a que los precios más bajos de las acciones ya no garantizaban el apalancamiento suficiente para obtener financiación en condiciones atractivas. Durante el primer semestre de 2001, el número de OPV en Nasdaq se redujo a 28, frente a 397 durante el mismo período del año prece-

dente. En la Bolsa de Bruselas no se registró ninguna OPV durante varios meses.

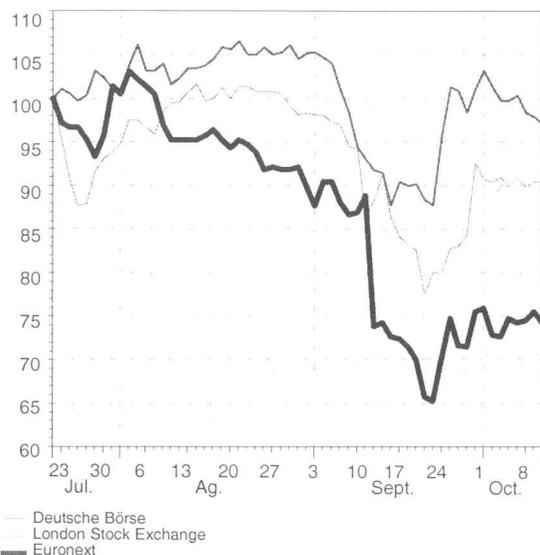
El impacto sobre las demás fuerzas motrices fue menos directo y general. En los mercados en retroceso, la tecnología está orientada hacia la consolidación y la eficiencia operativa, más que hacia la expansión. Los proveedores de plataformas comerciales de alta tecnología, como OM Gruppen, perdieron hasta la mitad de su volumen de negocio. La tendencia más introvertida se vio reforzada por el hecho de que varias bolsas (p. ej. Euronext en la construcción de su plataforma común de negociación) tuvieron que hacer frente a dificultades y demoras al incorporar nueva tecnología.

Para la *desregulación y re-regulación oficial* no sólo el clima político, sino también el comercial y las condiciones del mercado, fueron muy poco propicias para la aprobación de las recomendaciones del Grupo Lamfalussy (Informe de los Sabios, febrero de 2001) sobre el proceso de armonización de la regulación de los mercados de valores europeos. Ocho meses después de la publicación de ese informe, no se había tenido noticia de ningún avance de importancia. En el ámbito privado, la crisis del Neuer Market obligó a Deutsche Börse a revisar y fortalecer la regulación de su mercado para los nuevos participantes.

El impacto de las condiciones del mercado también se hizo sentir en el proceso de *desmutualización*. La OPV de Deutsche Börse en febrero de 2001 todavía logró un notable éxito. En Londres, la supresión del límite del 4,9 por 100 por accionista en la LSE y la transferencia de las acciones a la cotización oficial el 20 de julio también pudo realizarse sin dificultades. Sin embargo, un poco antes en julio, la introducción pública de las acciones de Euronext no estuvo a la altura de las expectativas. Más tarde, el deterioro de las condiciones del mercado impulsó a la baja a las acciones de las tres bolsas, incluso por debajo de su precio de entrada en los casos de LSE y Euronext.

El descenso fue particularmente fuerte para las acciones de Euronext, que habían perdido en septiembre hasta una tercera parte de su precio de entrada. Ello indujo a las autoridades de Euronext a activar las disposiciones estatutarias que les permitían la readquisición de sus propias acciones y regularizar de este modo el precio de los títulos. El impacto del cambio en las condiciones del mercado sobre la fuerza motriz de la *integración europea* es más ambiguo. Como se muestra en el gráfico 1, la integración europea no impidió la extensión del mercado de valores desde las bolsas de EE.UU. hacia las europeas. Por el contrario, durante el presente año ha aumentado la convergencia

GRÁFICO 3  
**PRECIO DE LAS ACCIONES DE DEUTSCHE  
 BÖRSE, LONDON STOCK EXCHANGE  
 Y EURONEXT DESDE LA COTIZACIÓN  
 OFICIAL DE LSE**  
 20 de julio de 2001 = 100



Fuente: DATASTREAM

(cfr. *supra*). Pero el descenso tampoco estimuló a los europeos a promover su integración e independencia financiera (cfr. *supra* las reacciones al Informe Lamfalussy). No obstante, el descenso ha puesto freno a los movimientos de capital de los inversores europeos hacia los mercados en dólares. Dado que estos movimientos de capital habían sido anteriormente un determinante principal de la confrontación euro-dólar, la caída ha contribuido a mejorar en cierta medida el tipo de cambio euro-dólar, lo que es mayoritariamente bienvenido en vísperas de la entrada en circulación del euro.

### 3. Impacto global sobre la competencia y la cooperación

¿Qué podemos derivar de esta información en lo que respecta al impacto *global* del cambio de tendencia sobre la competencia y la cooperación entre bolsas? Nuestra evaluación puede resumirse en dos enunciados:

- *La competencia sigue adelante, la cooperación disminuye.*
- *Se intensifica la marginalización.*

En tiempos difíciles, todo el mundo tiende a hacerse introvertido y otorga la máxima prioridad a la defensa de su propio territorio. Lo mismo puede aplicarse a los mercados de valores. En primer lugar, los mercados en retroceso actúan como barreras contra el *libre acceso*, e incluso contra todo lo *nuevo*: nuevas compañías, nuevos productos, innovadores y sistemas alternativos de negociación. Las bolsas ya existentes pueden depositar su confianza en las relaciones previamente establecidas y fortalecidas en el transcurso de los años, a veces a través de varias generaciones. No es de extrañar, por tanto, que incluso después de haberse convertido en empresas comerciales, sigan disfrutando de una ventaja comparativa, especialmente en tiempos difíciles. Las ECN en Estados Unidos, Jigsaw en Europa, notan los efectos de la crisis y tienen que abandonar sus objetivos originales.

En segundo lugar, y por razones análogas, los mercados en retroceso tienden a marginar todo lo que es *pequeño*: las acciones y mercados de pequeñas y medianas capitalizaciones, las bolsas pequeñas e incluso las de tamaño intermedio en países pequeños. Se intensifica la tendencia a concentrar carteras en *blue chips* internacionales (p. ej., las 100 de Eurotop o las 50 de Euro STOXX). El principal mercado de esas «superaciones» de primera clase se localiza, por lo general, en los grandes centros financieros internacionales: Nueva York, Londres y, en menor grado, París y Francfort. Las bolsas nacionales más pequeñas han de confiar más en las pequeñas y medianas capitalizaciones locales. Si, además, las pocas acciones de primera clase que figuran en sus cotizaciones sufren el impacto de efectos sectoriales —p. ej., acciones de tecnología de la información (TI) y de telecomunicaciones en Estocolmo (Ericsson) y en Helsinki (Nokia)—, está en juego la supervivencia de toda la Bolsa, como sucedió anteriormente en Bruselas y Lisboa. La presión *para fusionarse o retirarse* alcanza su máximo nivel.

En tercer lugar, en la competencia entre los pocos grandes, se da prioridad a la consolidación de la base local y al fortalecimiento de los vínculos sólo con los vecinos más inmediatos. Así se explica la oferta pública de adquisición por parte de LSE de la Bolsa de derivados LIFFE —que, sin embargo, fue neutralizada por la oferta en efectivo de EURONEXT al final de octubre de 2001— con sede en Londres, el papel líder de París en Euronext, los esfuerzos de Deutsche Börse para marginar a las demás bolsas regionales en Alemania y para intensificar sus vínculos con el mercado de Viena. Grandes planes de cooperación, como la alianza de ocho bolsas de valores en torno al eje Londres-Francfort en 1998-1999 (cfr. *supra*, recuadro 1) o el fallido plan iX entre Londres y Francfort en 2000, están ahora mismo pasados de moda.

En conjunto, la tendencia a concentrar la actividad del mercado de valores en unos pocos centros financieros con una Bolsa dominante y sus satélites se ha visto bastante fortalecida por el cambio en las condiciones del mercado. Hay que mencionar, sin embargo, dos aspectos adicionales.

- *La actitud de esperar y ver de Madrid y de Milán*, que son las bolsas principales del Sur de Europa. Ambas han sido, y todavía están siendo, cortejadas por Euronext, pero ambas mostraban mayor interés en unirse a una alianza basada en el eje Londres-Francfort. El derrumbe del plan iX en el segundo semestre de 2000 y, en términos más generales, el deterioro del clima de cooperación, las ha dejado en espera de ver cuál será el resultado de la competencia entre los hermanos mayores.

- *El caso Nasdaq*: Contraviniendo la tendencia general, Nasdaq ha procurado intensificar su actividad en Europa al adquirir una participación de control en Easdaq (primera mitad de 2001), como base para desarrollar Nasdaq Europa como uno de los tres pilares de un sistema Nasdaq de alcance mundial. Al mismo tiempo, busca asociarse con una de las principales bolsas de valores europeas, preferiblemente Londres o Francfort. También parece estar interesado en la adquisición de LIFFE. Se demuestra con ello que la penetración estadounidense en Europa sigue manteniéndose activa, en parte para compensar, mediante una diversificación geográfica, la pérdida de actividad y de ingresos en las bolsas con base en Estados Unidos.

#### IV. MIRANDO HACIA ADELANTE: ¿REGRESO AL FUTURO?

Así como el cambio en las condiciones del mercado tuvo su mayor impacto en la difusión de la cultura accionarial, las perspectivas para los años venideros están determinadas primariamente por la respuesta dada a la pregunta de si *el descenso actual es un fenómeno temporal y reversible* resultante del comportamiento cíclico de los mercados de valores o si refleja una transformación *en los determinantes fundamentales del cambio estructural*.

Apoyamos la *interpretación «temporal»*, pero con algunas reservas importantes. En nuestra opinión, los factores estructurales que favorecen la cultura accionarial siguen todavía vigentes: factores demográficos, como el envejecimiento de la población europea, que alimenta la necesidad de ahorro e inversión a largo plazo; aspectos como la institucionalización del ahorro a través de fondos de inversión y compañías de seguros; factores financieros como el agotamiento del mercado

de bonos públicos, que, en momentos de abultados déficit presupuestarios y de tasas de endeudamiento elevadas, habían proporcionado previamente oportunidades suficientes y seguras de inversión a largo plazo en muchos países del continente europeo. Por otra parte, la experiencia del pasado ha demostrado que el desarrollo económico, ya sea a escala macroeconómica o de empresas individuales, no puede sostenerse sin una base sólida de capital accionarial.

Sin embargo, deberían erradicarse los excesos de los últimos años de la década pasada. Se requiere un crecimiento más equilibrado de la cultura accionarial. En un extremo del espectro, la inversión, institucional o individual, no debería seguir concentrada en un número limitado de acciones de primera clase de un número limitado de industrias. Al empequeñecer otras oportunidades de inversión, estas acciones pueden llegar a sobrevalorarse relativamente en mercados alcistas y sobreactuar en sentido descendente en mercados bajistas (cfr. el Euro STOXX 50 en septiembre de 2001). Los mercados de valores de Europa deberían tener una base más amplia. En este sentido, el Euronext 100 y el Next 150 constituyen una base mejor y más estable, por lo menos para la Europa Noroccidental (cfr. apéndice 2).

En el otro extremo, no debería atraerse directa e individualmente a la Bolsa de Valores a compañías que no cuenten con una sólida trayectoria y una base operativa razonable. Otras fuentes de financiación, intermedias entre el crédito bancario y el acceso directo e individual al mercado de valores, merecen más atención: colocaciones privadas, fondos de inversión con diversificación de riesgos e incluso acciones no admitidas a cotización oficial, paquetes mixtos de crédito bancario y capital riesgo, etc. (Guillet y Abraham, 2000). Por lo general, los profesionales del sector financiero deberían estar más atentos y precavidos en lo que respecta a la exuberancia irracional en los mercados de valores, en lugar de alimentarlos en su dinamismo hacia más pedidos, más comisiones y más recompensas.

Entretanto, el cambio estructural deberá proseguir en el sistema bursátil europeo. Existen aún demasiadas bolsas en el Continente, a la búsqueda de demasiadas pocas acciones adecuadas para las carteras, que se están internacionalizando progresivamente. El cambio estructural se realizará sobre todo mediante la competencia, y la tecnología seguirá siendo su fuerza motriz. Las bolsas tradicionales, desmutualizadas y privatizadas, actuarán como empresas ofreciendo un abanico de servicios financieros en competencia con otras empresas, incluyendo las bolsas de intermediarios con sede en EE.UU. y los sistemas alternativos de negociación.

No obstante, la competencia, bajo el impulso de la tecnología, ignora las fronteras geográficas, pero no puede ignorar las institucionales. Las bolsas, al igual que los bancos, presentan algo especial: vinculaciones con comunidades económicas y financieras geográficamente localizadas, derechos y deberes dentro de una jurisdicción determinada, obligación de rendir cuentas a las autoridades, e implicación en el proceso de integración europea de cara al público.

En este contexto, la perspectiva inmediata no apunta a grandes planes de cooperación, sino más bien a una fuerte competencia entre bloques contendientes, con una Bolsa de Valores predominante situada en un gran centro y rodeada de un cierto número de satélites. Estos bloques crecerán a través de la actividad de las fusiones y adquisiciones como Euronext o mediante alianzas más débiles, como asociaciones cruzadas, interconexiones o acuerdos, donde el líder, aparte de su negocio específico, actúa como un agente para el socio menor. Con todo, si la integración política y financiera de Europa consigue recuperar impulso, la presión competitiva y la lucha por sobrevivir podrán evolucionar hacia más y más grandes sistemas cooperativos a escala paneuropea.

#### NOTA

(\*) En el apéndice 1 se presentan las cifras clave de las principales bolsas europeas y de los mercados estadounidenses de referencia (NYSE y Nasdaq).

#### BIBLIOGRAFÍA

- ABRAHAM, J. P., y PIRARD, A. F. (1999), «Competition and cooperation among European exchanges: The impact of financial globalisation with special references to smaller-seized exchanges», en *The financial sector in Europe. Changes and adjustment*, Tijdschrift voor Economie en Management, KU Lovaina, septiembre, págs. 261-297 (con bibliografía hasta mediados de 1999).
- ECONOMIST (2001), «A survey of global equity markets, rise and fall», 5 de mayo, 38 págs.; «Stock Exchanges in Europe: The hunt for liquidity», 28 de julio, págs. 63-64.
- FERGUSON, et al. (2001), «Securities exchanges and consolidation», Anexo I.I. en *Report of consolidation in the financial sector, Informe del Grupo de los Diez* (con bibliografía), enero, págs. 60-63.
- GUILLET, R., y ABRAHAM, J. P. (2000), «Cotation en Bourse, coûts de transaction et compétition entre marchés de valeurs», *Revue de la Banque/Bank - en Financiewezen*, 7, págs. 437-447.
- LAMFALUSSY, A., et al. (2001), *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of the European Securities Markets*, Bruselas, febrero, 115 págs.
- MATHIESON, D. J.; SCHINASI, G. J., et al. (2000), *International Capital Markets, Development, Prospects and Key Policy Issues*, IMF World Economic and Financial Surveys, agosto, cap. II.

**APÉNDICE 1**  
**CIFRAS CLAVE DE LAS BOLSAS EUROPEAS Y ESTADOUNIDENSES**

	Capitalización de mercado (en mm. dólares EE.UU.) Agosto 2001	VALOR DE LA NEGOCIACIÓN DE ACCIONES AÑO 2000		NÚMERO DE COMPAÑÍAS COTIZANTES		NÚMERO DE COMPAÑÍAS NACIONALES COTIZANTES	
		TSV (*)	REV (**)	Agosto 2001	Octubre 2000	Agosto 2001	Octubre 2000
<b>Hermanos mayores</b>							
Deutsche Börse .....	1.096,7	2.119,8		987	968	752	725
Euronext .....	1.876,4		4.900,3	1.383	1.832	1.169	1.409
Euronext Amsterdam .....			678,8		384		229
Euronext Bruselas .....		43,8	232,8		262		160
Euronext París .....		1.064,9	3.988,8		1.186		1.020
Londres .....	2.192,3		4.558,7	2.928	2.890	2.453	2.388
<b>Sur de Europa</b>							
Italia .....	579,3	1.019,6	1.987,1	299	285	293	279
Lisboa .....	45,7	54,9		98	119	97	118
Madrid .....	470,4		985,4	1.293	974	1.274	
<b>Países escandinavos</b>							
Copenhague .....	93,6		102,6	223	237	214	227
Helsinki .....	139,0	208,3		157	155	154	151
Oslo .....	71,4		69,2	219	211	194	189
Estocolmo .....	266,4		485,3	309	315	288	295
<b>Referencia</b>							
NYSE .....	10.897,7	11.060,0		2.418	2.490	1.969	2.058
Nasdaq .....	2.558,3		19.798,8	4.322	4.821	3.864	4.336

(\*) Perspectiva del Sistema de Negociación.

(\*\*) Perspectiva del Entorno Regulado.

APÉNDICE 2A

**VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES DE LOS MERCADOS DE VALORES NACIONALES E INTERNACIONALES. PROMEDIOS Y DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS VARIACIONES DIARIAS (EN PORCENTAJE)**  
**Años 1998, 1999, 2000, 2001 (9,3 meses)**  
**(Listado en orden decreciente de volatilidad en el año 2001)**

	1998		1999		2000		2001 (*)	
	Desviación típica	Promedio						
<b>2.A.A. Índices nacionales</b>								
HEX GENERAL .....	2,06	1,53	1,95	1,51	3,47	2,57	3,24	2,43
DAX 30 PERFORMANCE .....	1,81	1,38	1,36	1,02	1,49	1,17	1,80	1,32
STOCKHOLMBORSEN BENCHMARK .....	1,68	1,21	0,99	0,80	1,32	1,01	1,78	1,37
MILAN COMIT 30 .....	2,10	1,58	1,33	1,00	1,39	1,07	1,65	1,13
IBEX 35 .....	1,91	1,39	1,27	0,92	1,53	1,21	1,63	1,23
AMSTERDAM AEX .....	1,75	1,32	1,23	0,95	1,18	0,88	1,60	1,13
FRANCE CAC 40 .....	1,62	1,18	1,20	0,93	1,46	1,15	1,58	1,22
FTSE 100-ÍNDICE PRECIOS .....	1,31	0,98	1,11	0,87	1,18	0,92	1,39	1,02
DOW JONES INDUSTRIALES .....	1,23	0,88	1,00	0,77	1,29	0,97	1,38	0,98
COPENHAGUE KFX .....	1,44	1,07	0,91	0,71	1,36	1,07	1,23	0,91
BEL 20 .....	1,23	0,94	1,08	0,86	1,21	0,81	1,13	0,73
<b>2.A.B. Índices internacionales</b>								
NASDAQ COMPUESTO .....	1,64	1,18	1,69	1,36	3,03	2,36	2,86	2,12
NASDAQ EUROPA .....	2,41	1,77	2,06	1,58	3,05	2,28	2,80	2,13
DJ EURO STOXX 50 .....	1,66	1,23	1,25	0,95	1,44	1,10	1,67	1,25
FTSE E100 .....	1,50	1,13	1,13	0,89	1,20	0,93	1,55	1,15
EURONEXT 100 .....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,21	0,94	1,47	1,10
MSCI UNIÓN EUROPEA .....	1,38	1,05	1,01	0,78	1,21	0,94	1,41	1,05
MSCI EUROPA .....	1,39	1,05	1,00	0,78	1,15	0,89	1,40	1,03
S&P 500 COMPOSITE .....	1,26	0,89	1,12	0,88	1,38	1,03	1,40	1,03
NEXT 150 .....	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1,08	0,82	1,23	0,85
EURO.NM .....	2,42	1,79	1,83	1,37	2,89	2,14	n.d.	n.d.

(\*) Entre 1 de enero y 8 de octubre de 2001.

APÉNDICE 2B

**VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES DE LOS MERCADOS DE VALORES NACIONALES E INTERNACIONALES EN MARZO Y SEPTIEMBRE 2001**  
**(La misma definición que en el Apéndice 2A)**

	MARZO 2001		SEPTIEMBRE 2001		
	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar	Promedio	
<b>2.B.A. Índices nacionales</b>					
MILAN COMIT 30 .....		1,92	1,48	3,91	3,06
DAX 30 PERFORMANCE .....		2,23	1,90	3,79	3,10
AMSTERDAM AEX .....		1,81	1,36	3,56	2,79
FRANCE CAC 40 .....		1,89	1,60	2,98	2,33
STOCKHOLMBORSEN .....		2,34	2,02	2,92	2,28
BENCHMARK HEX GENERAL .....		3,97	3,38	2,90	2,42
IBEX 35 .....		1,95	1,55	2,84	2,27
FTSE 100 .....		1,92	1,60	2,73	2,34
BEL 20 .....		1,74	1,29	2,54	1,92
DOW JONES INDUSTRIALES .....		1,85	1,53	2,42	1,56
COPENHAGUE KFX .....		1,41	1,13	2,30	1,97
<b>2.B.B. Índices internacionales</b>					
DJ EURO STOXX 50 .....		2,02	1,60	3,39	2,76
FTSE E100(E) .....		1,96	1,57	3,24	2,72
NASDAQ EUROPE .....		2,51	2,01	3,15	2,59
EURONEXT 100 .....		1,78	1,46	3,00	2,36
MSCI EUROPA .....		1,88	1,52	2,88	2,42
MSCI UNIÓN EUROPEA .....		1,90	1,55	2,84	2,38
NEXT 150 .....		1,43	1,14	2,78	2,37
NASDAQ COMPOSITE .....		3,30	2,86	2,54	1,85
S&P 500 COMPOSITE .....		1,86	1,55	1,95	1,35

APÉNDICE 3

CORRELACIÓN ENTRE ÍNDICES DE MERCADOS DE VALORES NACIONALES E INTERNACIONALES  
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN DE PEARSON (SIGNIFICATIVOS AL 0,01, EXCEPTUANDO LAS CIFRAS EN CURSIVA)  
AÑOS 1998, 1999, 2000, 2001 (9,3 MESES)

	LONDRES	FRANCFORT	EURO- NEXT 100	NEXT 150	PARIS	AMSTERDAM	BÉLGICA	MILÁN	MADRID	COPENHAGUE	HELSINKI	ESTO- COLMO	DJEURO STOXX50	DOW JONES INDUSTRIAL	
Londres	1998 1999 2000 2001	1,000 0,745 1,000 0,348 1,000 0,968	- 0,409 0,987	- 0,346 0,966	0,738 0,709 0,394 0,985	0,861 0,792 0,600 0,984	0,414 -0,087 0,290 0,764	0,822 0,650 0,233 0,975	0,890 0,783 0,246 0,957	0,823 0,438 0,107 0,876	0,654 0,707 0,864	0,888 0,708 0,322 0,966	0,806 0,799 0,391 0,982	0,848 0,724 0,501 0,825	
Francfort	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- 0,221 0,987	- 0,619 0,969	0,942 0,954 0,493 0,980	0,935 0,956 0,469 0,981	0,750 -0,069 -0,512 0,796	0,906 0,577 0,552 0,966	0,877 0,826 0,868 0,942	0,787 0,849 -0,342 0,910	0,773 0,941 0,730 0,820	0,943 0,912 0,810 0,954	0,948 0,978 0,799 0,981	0,676 0,668 0,070 0,864	
EURONEXT 100	1998 1999 2000 2001	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- 0,758 0,976	- 0,934 0,998	- 0,865 0,993	- 0,328 0,769	- 0,667 0,980	- 0,020 0,957	- 0,619 0,890	- 0,062 0,871	- 0,429 0,969	- 0,668 0,996	- 0,668 0,966	- 0,040 0,863
Next 150	1998 1999 2000 2001	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- 0,844 0,970	0,728 0,969	- 0,744	0,808 0,952	0,519 0,877	0,417 0,866	0,291 0,806	0,668 0,945	0,789 0,965	0,789 0,965	-0,132 0,849	
Paris	1998 1999 2000 2001	1,000 0,919 1,000 0,844	- - 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	0,946 0,919 0,844 0,986	0,870 -0,193 0,025 0,738	0,940 0,460 0,732 0,981	0,908 0,768 0,280 0,962	0,657 0,868 0,384 0,869	0,895 0,979 0,349 0,869	0,901 0,974 0,665 0,965	0,985 0,981 0,869 0,997	0,985 0,981 0,869 0,997	0,773 0,683 -0,039 0,852	
Amsterdam	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	0,750 -0,096 0,282 0,803	0,961 0,591 0,718 0,979	0,951 0,814 0,240 0,942	0,791 0,762 0,399 0,901	0,861 0,892 0,245 0,858	0,958 0,905 0,746 0,966	0,981 0,956 0,746 0,986	0,981 0,956 0,746 0,986	0,799 0,763 0,156 0,843	
Bélgica	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	0,289 0,249 -0,529 0,663	0,614 0,077 -0,220 0,536	0,614 0,356 -0,504 0,747	0,909 0,909 -0,220 0,471	0,835 0,835 -0,126 0,729	0,613 -0,561 -0,480 0,709	0,925 0,925 -0,336 0,798	0,970 0,580 0,769 0,976	0,970 0,580 0,769 0,976	0,798 0,225 -0,364 0,783	
Milán	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	0,958 0,363 0,316 0,947	0,765 0,696 0,395 0,863	0,934 0,830 0,467 0,961	0,869 0,830 0,444 0,719	0,769 0,780 0,575 0,827	0,830 0,830 0,575 0,827	0,925 0,925 0,935 0,935	0,946 0,946 0,567 0,961	0,946 0,946 0,567 0,961	0,875 0,428 -0,003 0,780	
Copenhague	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 0,854 1,000 1,000	1,000 0,854 1,000 1,000	0,444 0,797 -0,178 0,916	0,869 0,830 0,222 0,862	0,719 0,830 0,222 0,862	0,531 0,350 -0,131 0,841	0,936 0,950 0,981 0,962	0,719 0,830 0,222 0,862	0,719 0,830 0,222 0,862	0,531 0,350 -0,131 0,841	
Helsinki	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 0,963 0,721 0,871	1,000 0,963 0,721 0,871	0,753 0,973 0,805 0,902	0,908 0,973 0,805 0,902	0,908 0,973 0,805 0,902	0,805 0,805 0,721 0,684	0,908 0,973 0,805 0,902	0,908 0,973 0,805 0,902	0,908 0,973 0,805 0,902	0,805 0,648 -0,089 0,684	
Estocolmo	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	1,000 0,950 0,881 0,962	0,770 0,780 -0,069 0,871	
DJ EURO STOXX 50	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	1,000 0,702 1,000 0,844	0,811 0,702 -0,085 0,844	
DOW JONES INDUSTRIALES	1998 1999 2000 2001	1,000 1,000 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	- - 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	1,000 1,000 1,000 1,000	



# Reacciones del mercado de valores ante las adquisiciones de bancos europeos

Riccardo Ferretti

En los textos financieros, el análisis de los precios pagados en las fusiones o adquisiciones bancarias no sólo está relacionado con la prima de puja, es decir, la diferencia entre el valor atribuido al banco a adquirir y su valor neto en libros, sino también con la reacción expresada por la cotización de los bancos oferente y objetivo en el mercado de valores, o «rentabilidad anormal». A partir de las relaciones entre tales indicadores de precios y las características de los bancos que intervienen y los mercados en que actúan, es posible inferir las motivaciones que se ocultan tras las operaciones de consolidación, así como los efectos del sistema regulador. Un estudio reciente de 327 operaciones de fusión y adquisición de bancos que se cotizan en los Estados Unidos, ocurridas entre 1990 y mediados de 1998, ha puesto de manifiesto que la prima de puja aumenta en proporción con la rentabilidad y el tamaño del banco objetivo, siempre que el capital de dicho banco no supere excesivamente las directrices reguladoras (Brewer *et al.*, 2000). Más aún, la prima de puja, igual en promedio a 2,14 veces el valor contable, mostraba una tendencia a aumentar en el período analizado, factor que se atribuye en parte a la mayor libertad para realizar adquisiciones en el ámbito nacional que se daban después de la aprobación de la *Ley Riegle-Neal sobre Eficacia Interestatal en la Creación de Bancos y Sucursales*, de 1994. Por otra parte, las acciones del banco objetivo registraron márgenes comerciales anormales de un 11,4 por 100 desde el día del anuncio al siguiente; esta reacción fue más favorable en objetivos de gran tamaño, y menos en las grandes fusiones entre iguales. En una muestra de 80 adquisiciones realizadas por bancos italianos con cotización en bolsa que se produjeron entre 1995 y abril de 2000, Prometeia ha estimado una prima media de puja de 2,13, muy similar a la de los Estados Unidos. Otra característica común es la tendencia al alza de la prima de puja, que en Italia se inició en 1997-1998 —entre abril de 1999 y abril del año 2000, el *precio medio respecto al valor en*

*libros de los objetivos* alcanzó el nivel de 2,67 (Prometeia, 2000: 44-45).

Muchas de las últimas investigaciones sobre la reacción del mercado de valores ante una fusión o una adquisición en el sector bancario están relacionadas con las cotizaciones del banco objetivo y del banco oferente, con objeto de averiguar si dichas operaciones de concentración crean riqueza para todo el grupo de accionistas afectados por ellas. No obstante, queremos centrarnos sólo en el comportamiento del mercado de valores de los bancos oferentes, ya que deseamos comprobar indirectamente la congruencia de los precios pagados. En opinión de numerosos observadores, en las operaciones de concentración que se han producido en años recientes las valoraciones de los bancos objetivo han aumentado de forma desproporcionada, en especial en Italia (1). Si así fuera, el anuncio de una fusión o adquisición (*M&A*) debería acompañarse de una bajada del valor de las acciones del banco oferente, ya que una oferta por encima del valor económico correcto del objetivo destruye el valor de los accionistas del oferente.

El cuadro núm. 1 resume los resultados de los principales estudios de casos relacionados con bancos oferentes. Como puede verse, la reacción del mercado estadounidense no es clara, ya que se han hallado en ella signos tanto positivos como negativos. No obstante, en los últimos estudios, y en los que analizan sólo las adquisiciones, parece prevalecer un signo estadísticamente negativo importante, tanto en el día del anuncio como en los días cercanos al mismo. Ello refleja que los inversionistas consideran que las adquisiciones anunciadas constituyen una forma de transferir la riqueza de los accionistas del oferente a los accionistas del banco objetivo. El único estudio que abarca entidades de 14 países europeos pone de manifiesto una reacción no esperada del mercado, con tendencia posi-

CUADRO NÚM. 1

REACCIÓN DEL MERCADO A LAS CONCENTRACIONES BANCARIAS (BANCOS OFERENTES)

AUTORES	PERÍODO	PAÍS, NÚMERO DE OFERENTES Y TIPO DE OPERACIÓN	RENTABILIDAD ANORMAL AL PRODUCIRSE EL ANUNCIO	RENTABILIDAD ANORMAL ACUMULADA
Desai y Stover (1985) (**) James y Weir (1987) (**) Wall y Gup (1989) (**)	1976-1982 1972-1983 En. 91-Dic. 83	EE.UU., 18 M EE.UU., 60 M EE.UU., 23 M&A	+ 0,96% significativo + 1,07% significativo - 2,11% significativo (t de 0 a +4)	- 5,05% significativo (t de -10 a +15)
Neely (1987) (*) Hannan y Wolken (1989) (**) Cornett y De (1991a) (**) Cornett y De (1991b) (**) Cornett y Tehranian (1992) (**) Baradwaj, Dubofsky y Fraser (1992) (**) Palia (1994) (**)	1979-1985 En. 82-Dic. 87 1982-1986 1982-1986 En. 82-Oct. 87 Jul. 81-Dic. 87 1984-1987	EE.UU., 26 M&A EE.UU., 43 A EE.UU. 152 M&A EE.UU., 132 M&A EE.UU., 30 A EE.UU., 108 A EE.UU., 48 M&A	Neg. no signif. - 1,45% significativo + 0,65% significativo + 0,89% significativo - 0,80% significativo (t de -1 a 0) - 1,38% significativo (t de -1 a 0) - 0,25% no signif.	- 6,09% significativo (t de -15 a +15) - 2,63% significativo (t de -5 a +5) - 1,5% significativo (t de -5 a +5) - 27,1% significativo (t de 0 a 3 años)
Madura y Wiant (1994) (*) (**)	En. 83-Dic. 87	EE.UU., 152 M&A	- 2,32% significativo (t de -4 a 0)	- 0,02% no signif.
Houston y Ryngaert (1994) (**) Zhang (1995) Banerjee y Cooperman (1998) Cybo-Ottone y Murgia (2000) (*) Cybo-Ottone y Murgia (2000) (**) Cybo-Ottone y Murgia (2000) (*) Resti y Siciliano (1999) (**)	1985-1991 1980-1990 1990-1995 En. 88-Dic. 97 En. 88-Dic. 97 En. 88-Dic. 97 1992-1997	EE.UU., 153 M&A EE.UU., 107 A EE.UU., 30 M&A 14 países europeos, 4 M&A 14 países europeos, 54, M&A 14 países europeos, 37, A Italia, 5, A	- 1,3% significativo (t de -1 a 0) - 0,19% no significativo (t de -1 a +1) + 0,99% significativo (t de -1 a +1)	+1,03% no significativo (t de -20 a +20) + 2,19% significativo (t de -20 a +20) - 1,35% significativo (t de -10 a 0) + 20,2% significativo (t de -120 a +250)

A = Adquisiciones. M = Fusiones. (\*) Índice bancario de referencia. (\*\*) Índice general de referencia.

tiva, en la muestra que incluye tanto fusiones como adquisiciones; sin embargo, si el estudio se limita sólo a las adquisiciones, la reacción es significativamente negativa.

Hasta donde sabemos, sólo existe un estudio sobre las adquisiciones del sector bancario italiano (Resti y Siciliano, 1999), que señala una respuesta significativamente positiva. Este estudio difiere de los otros que se citan en el cuadro núm. 1 en el pequeño tamaño de la muestra (9 objetivos y 5 oferentes, todos ellos con cotización en Bolsa) (2), el amplio intervalo en que se observaron rentabilidades anormales y la decisión de señalar la fecha en que el paquete de acciones dominante cambió de manos, como la fecha del acontecimiento (la fecha normalmente es posterior a aquélla en que se informa al mercado sobre el cierre del acuerdo). El primer factor indica que es preciso actuar con cautela en lo que respecta al valor general de los resultados obtenidos, mientras que el segundo y el tercero apuntan a que la prudencia es fundamental en lo relativo a la relación causal entre la adquisición y la tendencia anormal del precio de las acciones (en el plazo de año

y medio existen grandes probabilidades de que las cotizaciones se hayan visto influidas no sólo por la adquisición, sino también por otros importantes acontecimientos).

Para realizar un análisis más detenido de las adquisiciones de los bancos italianos y de las posibles diferencias en comparación con el contexto europeo, establecimos una muestra de 75 anuncios de adquisiciones por parte de bancos con cotización en Bolsa de Italia y de otros países europeos, desde finales de 1994 hasta junio de 2000 (3). La decisión de reducir el estudio sólo a las adquisiciones se debe que entendemos que es más fácil que, en esas operaciones, el mercado perciba cualquier exceso de valor del precio que cuando se trata de fusiones (que suponen la valoración del objetivo y del oferente para establecer el tipo de canje mutuo), mientras que la ampliación del estudio al contexto europeo pretende elucidar si el problema es realmente más significativo en Italia. La metodología del trabajo es la del estudio del caso relativo a las cotizaciones de los bancos oferentes durante los treinta días de apertura del mercado de valores

antes y después de la fecha del anuncio, que se señala convencionalmente como cero. Los días de apertura del mercado de valores desde el -30 hasta el -1 y desde el +1 al +30 identifican los períodos previo y posterior al anuncio. El día del anuncio es aquél en que el diario *Il Sole 24 Ore* publicó por primera vez la noticia de la suscripción del acuerdo de adquisición, en el caso de los oferentes italianos, y el día anterior en el de los oferentes extranjeros (se considera probable que la prensa italiana publique la noticia un día después) (4). Si el anuncio tiene lugar en un día en que el mercado de valores esté cerrado, se usa el primer día laborable posterior al mismo.

El cuadro núm. 2 presenta las características generales de nuestra muestra. De las 75 adquisiciones consideradas, 35 fueron realizadas por bancos italianos y 40 por bancos de otros países europeos: Gran Bretaña (once), Alemania (diez), Holanda (ocho), España (cuatro), Suiza (tres), Francia (dos), Austria (una) y Finlandia (una). Todas las operaciones italianas tuvieron carácter nacional, en tanto que las extranjeras incluyeron 28 operaciones internacionales. La distribución temporal es bastante homogénea, con la excepción de los casos italianos de 1995 y de los extranjeros de 1999, años en los que se centró más de la mitad de las observaciones. Gran parte de las operaciones incluyen objetivos de un tamaño significativamente menor que el oferente. En la muestra italiana, dos terceras partes de los oferentes (24 de 35) son bancos cooperativos (*banche popolari*) (5), mientras que los objetivos incluyen 33 bancos comerciales, uno de inversión y uno de caución. En la muestra extranjera, figuran entre los objetivos veinte bancos, nueve sociedades de administración de activos, tres compañías de seguros y dos sociedades de crédito al consumo.

El cuadro núm. 3 muestra los resultados del estudio referidos al día del anuncio y los intervalos que van de

-1 a +1 y de -2 a +2 (los intervalos múltiples pretenden superar la incertidumbre sobre el momento en que el mercado realmente conoció el acontecimiento, además de la posible difusión de rumores antes del anuncio oficial). La muestra está subdividida en tres subgrupos: el primero incluye las 35 adquisiciones de los bancos italianos, el segundo las 40 adquisiciones de los bancos de otros países europeos y el tercero sólo las 29 adquisiciones de los bancos de Europa continental (esto es, excluyendo las 11 adquisiciones realizadas por bancos británicos). Las rentabilidades anormales (RA) se calculan como la diferencia frente al índice del sector bancario (modelo 1) y con respecto al índice general (modelo 2) del país al que pertenece el banco (6). El empleo de dos índices de referencia eleva la fiabilidad de los resultados, en vista además de los posibles efectos intrasectoriales de tales operaciones: en el mercado de los Estados Unidos, Akhigbe y Madura (1999) han establecido que el anuncio de una adquisición no sólo afecta a las cotizaciones de las entidades que intervienen en ella, sino también al comportamiento de los otros bancos rivales que se coticen en Bolsa. El significado estadístico de las rentabilidades anormales del día del anuncio se verifica por medio del estadístico *t*, mientras que las rentabilidades anormales de más de un día (acumuladas) se comprueban con la ayuda de los *datos estadísticos de prueba de la cartera* (pesetas) (7).

La muestra de casos italianos y la de la totalidad del grupo de otros casos europeos no revelan reacciones estadísticamente diferentes de cero en ninguno de los tres períodos estudiados (8). Únicamente la muestra que excluye a los bancos italianos y británicos pone de manifiesto reacciones negativas y estadísticamente significativas el día del anuncio en ambos modelos y en el intervalo de -1 a +1, sólo en lo que respecta al modelo 1: la rentabilidad anormal fluctúa entre -0,38 por 100 y -0,63 por 100. No obstante, las reacciones

CUADRO NÚM. 2  
CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA DE ACONTECIMIENTOS (ADQUISICIONES BANCARIAS)

AÑOS	TOTAL	OFERTAS ITALIANAS	OFERTAS EXTRANJERAS	REINO UNIDO	ALEMANIA	HOLANDA	ESPAÑA	OTROS PAÍSES EUROPEOS
1994 .....	3	3	0	0	0	0	0	0
1995 .....	21	12	9	4	3	0	1	1
1996 .....	7	3	4	2	1	1	0	0
1997 .....	12	5	7	0	1	3	0	3
1998 .....	11	4	7	0	4	2	1	0
1999 .....	16	4	12	5	1	2	1	3
2000 .....	5	4	1	0	0	0	1	0
Total .....	75	35	40	11	10	8	4	7

Fuente: *Il Sole 24 Ore*, elaboración propia.

CUADRO NÚM. 3  
**RENTABILIDAD ANORMAL PRÓXIMA AL DÍA DEL ANUNCIO (BANCOS OFERENTES, TODO EL PERÍODO)**

MUESTRAS	MODELO [1], ÍNDICE BANCARIO			MODELO [2], ÍNDICE GENERAL		
	RA (porcentaje)	Prueba	+/-	RA (porcentaje)	Prueba	+/-
Día del anuncio ( $t = 0$ )						
Bancos italianos (35 casos) .....	+ 0,04	+ 0,15	20/15	+ 0,02	+ 0,10	16/19
Otros bancos europeos (40 casos) .....	- 0,24	- 1,55	20/20	- 0,18	- 0,87	17/23
Otros bancos europeos (29 casos) (*) .....	- 0,53	- 3,68 (*)	11/18	- 0,38	- 2,16 (*)	12/17
Intervalos de $t$ , de -1 a +1						
Bancos italianos (35 casos) .....	- 0,55	- 1,31	18/17	- 0,81	- 1,98 (***)	16/19
Otros bancos europeos (40 casos) .....	- 0,11	- 0,39	19/21	+ 0,32	+ 0,93	17/23
Otros bancos europeos (29 casos) (*) .....	- 0,63	- 2,55 (**)	15/14	- 0,17	- 0,57	12/17
Intervalos de $t$ , de -2 a +2						
Bancos italianos (35 casos) .....	- 0,58	- 0,97	17/18	- 1,03	- 1,70	13/22
Otros bancos europeos (40 casos) .....	+ 0,05	+ 0,12	23/17	+ 0,07	+ 0,15	21/19
Otros bancos europeos (29 casos) (*) .....	- 0,62	- 1,79	17/12	- 0,41	- 0,96	15/14

(\*) Sin el Reino Unido. (\*\*) Al menos un 5 por 100 significativo. (\*\*\*) Significancia ligeramente inferior al 5 por 100.  
Fuente: Elaboración propia.

más importantes, aunque no significativas, corresponden a los bancos italianos del modelo 2, en los intervalos de -1 a +1 (-0,81 por 100) y de -2 a +2 (-1,03 por 100).

Estos datos iniciales son reflejo de las reacciones de un mercado bastante moderado, donde se tiene la impresión de que sus excesivamente generosas valoraciones no están especialmente bien fundadas. Además, el riesgo de unos precios de adquisición excesivamente altos parece aplicarse más a los bancos oferentes de la Europa continental que a sus equivalentes italianos.

El cuadro núm. 4 reitera sólo las verificaciones previas de las adquisiciones que se han producido desde el año 1997 hasta el día de hoy, con objeto de determinar si la reacción del mercado ha cambiado con el transcurso del tiempo. Los datos ponen de manifiesto una situación significativamente diferente de la que se extiende a todo el período. En los intervalos de -1 a +1 y de -2 a +2, las reacciones ante las ofertas de los bancos italianos no sólo son las de mayores dimensiones, sino que adquieren también un significado especial. En los tres días próximos al anuncio, las acciones de los bancos oferentes italianos bajan un 1,35 por 100 con respecto al índice del sector, y un 1,97 por 100 en relación con el índice general, y las pérdidas sobre el índice general suben del 2,18 por 100 dentro de los cinco días cercanos al del anuncio. Los bancos italianos muestran también el porcentaje más alto de casos con signo negativo, alrededor de un 66 por 100. La mues-

tra de los bancos de otros países de la Europa continental mantiene una reacción negativa significativa sólo el día del anuncio y únicamente en el modelo 1; sin embargo, la rentabilidad anormal no supera el -0,38 por 100.

Estos resultados parecen indicar que, con el transcurso del tiempo, el mercado italiano de valores ha acentuado su reacción negativa ante el anuncio de adquisiciones bancarias, y que esta reacción es superior a la que se produce en el resto de Europa. Los datos que aquí se revelan confirman la inquietud producida en torno al precio excesivo de los bancos objetivo, especialmente en Italia.

Pueden obtenerse más indicaciones en esta dirección al analizar las rentabilidades anormales de los 30 días anteriores y posteriores al anuncio (CAR), que se recogen en el cuadro núm. 5. Los bancos italianos siguen mostrando las mayores reacciones negativas, especialmente pronunciadas en el período más reciente (1997-2000), que ascienden a un -3,58 por 100 en el modelo 1 y a un -4,61 por 100 en el modelo 2 en los 30 días anteriores al anuncio, y a un -1,66 por 100 en el modelo 1 y un -5,38 por 100 en el modelo 2 dentro de los 30 días posteriores. La significatividad estadística se refiere sólo a las rentabilidades anormales de los bancos italianos. Dicha significatividad, que se limita sólo al modelo 2, se produce tanto antes como después del anuncio en las adquisiciones más recientes, y sólo en los 30 días posteriores a los anuncios de la totalidad del período.

CUADRO NÚM. 4  
**RENTABILIDAD ANORMAL PRÓXIMA AL DÍA DEL ANUNCIO (BANCOS OFERENTES, 1997-2000)**

MUESTRAS	MODELO [1], ÍNDICE BANCARIO			MODELO [2], ÍNDICE GENERAL		
	RA (porcentaje)	Prueba	+/-	RA (porcentaje)	Prueba	+/-
Día del anuncio ( $t = 0$ )						
Bancos italianos (17 casos) .....	- 0,31	- 0,79	8/9	- 0,34	- 0,87	5/12
Otros bancos europeos (27 casos) .....	- 0,40	- 1,81	12/15	- 0,35	- 1,34	10/17
Otros bancos europeos (22 casos) (*) .....	- 0,38	- 2,20 (**)	8/14	- 0,40	- 1,62	9/13
Intervalos de $t$ entre -1 a +1						
Bancos italianos (17 casos) .....	- 1,35	- 1,98 (**)	6/11	- 1,79	- 2,65 (**)	5/12
Otros bancos europeos (27 casos) .....	- 0,34	- 0,90	11/16	+ 0,22	0,49	11/16
Otros bancos europeos (22 casos) (*) .....	+ 0,11	0,35	11/11	+ 0,59	1,41	10/12
Intervalos de $t$ entre -2 a +2						
Bancos italianos (17 casos) .....	- 1,38	- 1,43	6/11	- 2,18	- 2,28 (**)	5/12
Otros bancos europeos (27 casos) .....	- 0,20	- 0,37	13/14	- 0,25	- 0,38	12/15
Otros bancos europeos (22 casos) (*) .....	+ 0,07	+ 0,17	12/10	+ 0,18	0,29	11/11

(\*) Sin el Reino Unido. (\*\*) Al menos un 5 por 100 significativo.  
 Fuente: Elaboración propia.

La diferencia de comportamiento de la muestra de bancos italianos con respecto al grupo de otras entidades europeas, y la acentuación del fenómeno en los años más recientes también se ven claramente en los gráficos 1 y 2 en lo que respecta a las rentabilidades anormales acumuladas entre -30 y +30.

En lo que se refiere a los oferentes italianos, el cuadro núm. 6 presenta una subdivisión adicional basada en la forma de constitución. Entre los tres y los cinco días que rodean al anuncio, las adquisiciones de los bancos comerciales muestran una reacción más negativa que las de los bancos cooperativos. En el primer caso, el rango oscila entre -1,4 por 100 y -3,34 por 100, mientras que en el segundo se sitúa entre -0,08 por 100 y -0,25 por 100. Las rentabilidades anormales de los bancos comerciales también son estadísticamente significativas en el modelo 2.

Por otra parte, en los 30 días posteriores a la fecha del acontecimiento, los bancos cooperativos muestran en el modelo 2 las reacciones negativas más fuertes estadísticamente significativas: un -2,23 por 100 con respecto al índice bancario y un -3,66 por 100 en relación con el índice general (no hay variaciones significativas en los 30 días anteriores al anuncio) (9). Por lo tanto, la forma de constitución del oferente no parece afectar tanto a la opinión de los mercados en lo relativo a los aspectos económicos de la operación como al momento de la reacción. Mientras que, en el caso de los bancos comerciales, los efectos desaparecen rápidamente (la baja momentánea que se produce entre

-2 y +2 es muy parecida a la que tiene lugar entre +1 y +30), en el de los bancos cooperativos se presentan con cierto retraso (la baja momentánea que se produce entre -2 y +2 es marcadamente inferior a la que se desencadena entre +1 y +30). Si los inversores institucionales/profesionales son más rápidos que los pequeños ahorradores a la hora de transmitir nueva información a los precios de la Bolsa, tal tendencia parecería confirmar la impresión de que entre los accionistas de los bancos cooperativos hay pocos inversores institucionales/profesionales.

Como es lógico, la reacción media particularmente negativa de las cotizaciones de los bancos oferentes sobre el mercado italiano de valores oculta en gran medida un elevado nivel de variabilidad individual. Para investigar los factores que pueden afectar al tamaño, la dinámica y el signo de los efectos que dimanen del anuncio de una adquisición de bancos italianos, procedemos a un análisis regresivo seleccionando como variable dependiente la rentabilidad anormal del banco oferente en un horizonte de plazo medio (CAR entre -30 y +30) y, como variables explicativas, el momento de la adquisición (modelo: 0 entre 1994 y 1996 y 1 entre 1997 y 2000), la forma de pago (modelo 1: 1 si consta de dinero en efectivo y acciones del oferente, 0 si sólo es dinero en efectivo), el importe del precio pagado (basado en el valor en libros del banco objetivo, valorado al precio de adquisición) y el tamaño relativo de la operación (determinado por la relación entre el coste de la participación comprada y la capitalización del oferente en el mercado de valores los días 30 de

CUADRO NÚM. 5

**A) RENTABILIDAD ANORMAL EN LOS 30 DÍAS ANTERIORES AL DÍA DEL ANUNCIO (BANCOS OFERENTES)**

MUESTRAS	MODELO [1], ÍNDICE BANCARIO			MODELO [2], ÍNDICE GENERAL		
	CAR (porcentaje)	Prueba (**)	+/-	CAR (porcentaje)	Prueba (**)	+/-
Totalidad del período						
Bancos italianos (35 casos) .....	- 0,28	- 0,21	14/21	- 0,93	- 0,68	18/17
Otros bancos europeos (40 casos) .....	+ 0,50	+ 0,58	22/18	+ 0,27	+ 0,24	21/19
Otros bancos europeos (29 casos) (*) .....	+ 0,80	+ 1,02	17/12	+ 0,55	+ 0,57	14/15
Período 1997-2000						
Bancos italianos (17 casos) .....	- 3,58	- 1,65	4/13	- 4,61	- 2,15 (***)	4/13
Otros bancos europeos (27 casos) .....	+ 0,69	+ 0,58	15/12	+ 0,07	0,05	15/12
Otros bancos europeos (22 casos) (*) .....	+ 0,58	+ 0,61	12/10	- 0,27	- 0,20	12/10

**B) RENTABILIDAD ANORMAL EN LOS 30 DÍAS POSTERIORES AL DÍA DEL ANUNCIO (BANCOS OFERENTES)**

Totalidad del período						
Bancos italianos (35 casos) .....	- 1,36	- 1,02	10/25	- 3,25	- 2,39 (***)	8/27
Otros bancos europeos (40 casos) .....	+ 0,50	+ 0,59	19/21	- 0,37	- 0,33	18/22
Otros bancos europeos (29 casos) (*) .....	+ 0,12	+ 0,16	10/19	- 0,74	- 0,77	10/19
Período 1997-2000						
Bancos italianos (17 casos) .....	- 1,66	- 0,77	5/12	- 5,38	- 2,51 (***)	3/14
Otros bancos europeos (27 casos) .....	+ 0,09	+ 0,07	12/15	- 1,16	- 0,80	11/16
Otros bancos europeos (22 casos) (*) .....	- 1,34	- 1,41	8/14	- 2,12	- 1,59	8/14

(\*) Sin el Reino Unido. (\*\*) Datos estadísticos de las pruebas de cartera. (\*\*\*) Al menos un 5 por 100 significativo.  
Fuente: Elaboración propia.

abril o 30 de octubre inmediatamente anteriores a la fecha del anuncio) (10).

A la vista de la información obtenida en los estudios precedentes, se podría esperar que la variable de tiempo tuviera un signo negativo. El valor en libros (PBV) del objetivo debería tener también un signo negativo si las diferencias de la prima pagada con respecto al valor en libros de los fondos propios no estuvieran completamente justificadas por las diferencias de la rentabilidad prevista para el objetivo. Hay más dudas sobre si el tamaño relativo del objetivo y la forma de pago deben ser positivos o negativos. La adquisición de un banco relativamente grande podría entrañar unos costos de integración más altos o incrementar los daños derivados de un precio excesivamente generoso, de modo que podría esperarse que el signo fuera negativo, pero podría permitir también que el oferente explotara mejor las economías de escala y de gama. Los accionistas del oferente pueden considerar que un pago en efectivo es menos ventajoso desde el punto de vista económico que un pago efectuado, total o parcialmente, en acciones, pero, por otra parte, la elección de una permuta de acciones es la ideal si el oferente y sus acciones tienen una valoración excesiva y, por ello, el mercado podría interpretarlo como una señal en ese

sentido, lo que inevitablemente llevaría a una caída de las cotizaciones. Baradwaj, Dubofsky y Fraser (1992: 269-270) hallan signos negativos para ambas variables, pero sólo la forma de pago es estadísticamente significativa, respaldando la hipótesis de la valoración excesiva. El PBV también es de signo negativo, aunque no significativo, en los trabajos de Wall y Gup (1989: 116 a 118) y Palia (1994: 55-56). Considerando la titularidad del capital de los directores del banco oferente, Palia sigue encontrando cierta significancia en el PBV cuando dicha participación supera el nivel medio del 3,2 por 100. Dicho de otro modo, en su opinión, «si los niveles de titularidad de la dirección son mayores, los directores de los bancos adquirentes realizan pagos excesivos considerables. Dichos directores disfrutan de sus beneficios privados de control cuando éstos son mayores y, por consiguiente, ofrecen altas primas de puja, que se traducen en rentabilidades excesivas menores».

En el cuadro núm. 7 se recogen los resultados de nuestro estudio econométrico. Los modelos estimados muestran un nivel aceptable de adaptación a los datos, explicando aproximadamente entre un 20 y un 50 por 100 de la variabilidad de las rentabilidades anormales. El mejor ajuste se obtiene con la RA del modelo 2.

GRÁFICO 1

RENTABILIDADES ANORMALES ACUMULADAS ENTRE -20 Y +30 (MODELO 1)

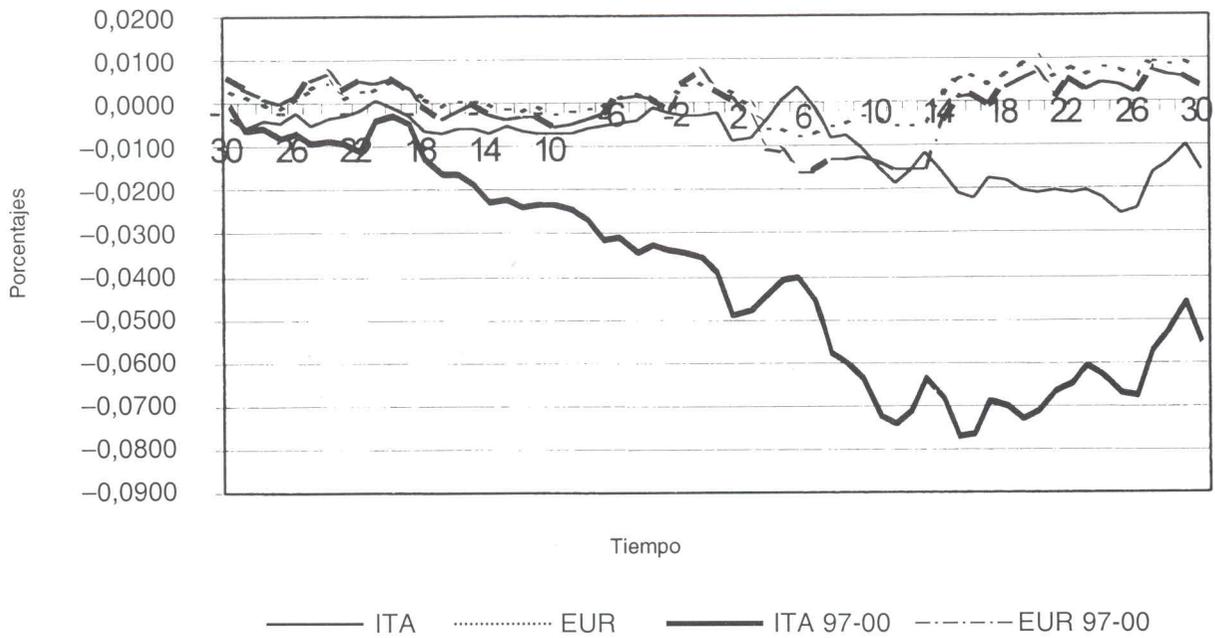
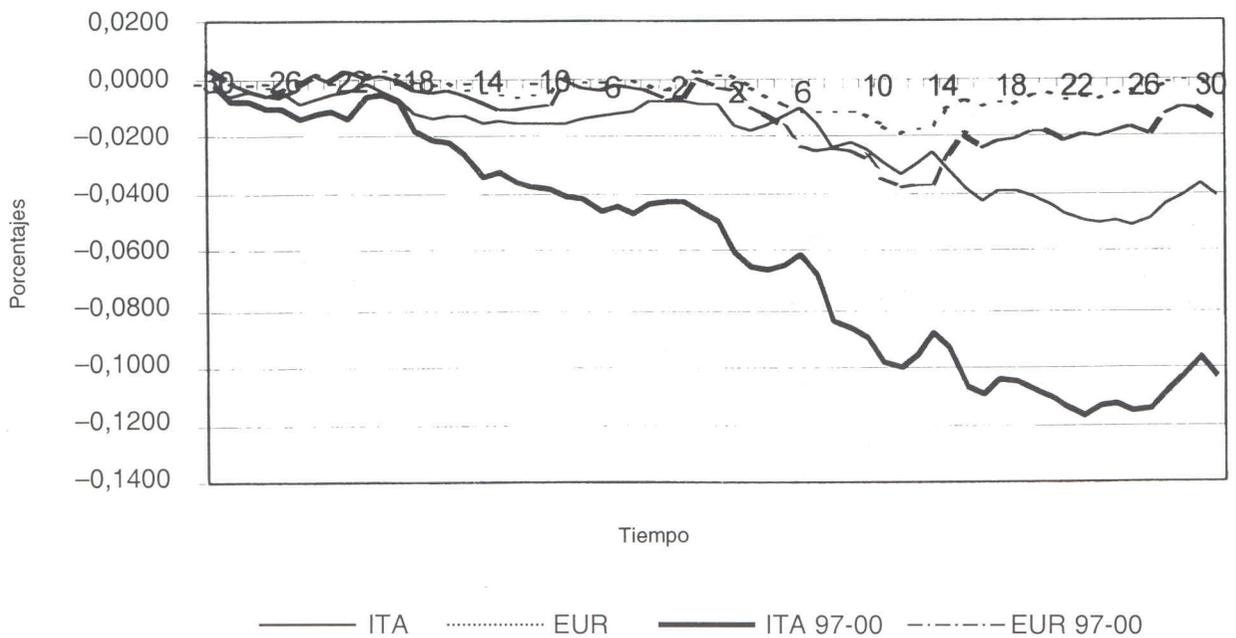


GRÁFICO 2

RENTABILIDADES ANORMALES ACUMULADAS ENTRE -20 Y +30 (MODELO 2)



CUADRO NÚM. 6  
**RENTABILIDADES ANORMALES DE LOS BANCOS OFERENTES ITALIANOS  
 COMERCIALES Y COOPERATIVOS (TODO EL PERÍODO)**

MUESTRAS	MODELO [1], ÍNDICE BANCARIO			MODELO [2], ÍNDICE GENERAL		
	RA (porcentaje)	Prueba	+/-	RA (porcentaje)	Prueba	+/-
Día del anuncio ( $t = 0$ )						
Bancos cooperativos (24 casos) .....	- 0,07	- 0,33	15/9	+ 0,01	+ 0,05	12/12
Bancos comerciales (11 casos) .....	- 0,04	- 0,07	5/6	- 0,25	- 0,40	4/7
Intervalo de $t$ entre - 1 y + 1						
Bancos cooperativos (24 casos) .....	- 0,25	- 0,69	17/7	- 0,17	- 0,45	14/10
Bancos comerciales (11 casos) .....	- 1,45	- 1,43	1/10	- 2,43	- 2,22 (*)	2/9
Intervalo de $t$ entre - 2 y + 2						
Bancos cooperativos (24 casos) .....	- 0,09	- 0,18	16/80	- 0,08	- 0,14	13/11
Bancos comerciales (11 casos) .....	- 1,89	- 1,32	1/10	- 3,34	- 2,16 (*)	0/11
Intervalo de $t$ entre - 30 y - 1						
Bancos cooperativos (24 casos) .....	+ 0,58	+ 0,51	10/14	- 0,08	- 0,07	14/10
Bancos comerciales (11 casos) .....	- 1,50	- 0,47	4/7	- 2,66	- 0,77	4/5
Intervalo de $t$ entre + 1 y + 30						
Bancos cooperativos (24 casos) .....	- 2,23	- 1,96 (**)	7/17	- 3,66	- 3,03 (*)	6/18
Bancos comerciales (11 casos) .....	- 1,54	- 0,48	3/8	- 3,45	- 1,00	2/9

(\*) Al menos un 5 por 100 significativo. (\*\*) Significancia algo inferior al 5 por 100.  
 Fuente: Elaboración propia.

Estos niveles de  $R^2$  son iguales o mayores que los que habían obtenido Baradwaj, Dubofsky y Gup en 1989. Los CAR determinados con respecto al índice bancario y al índice general muestran una relación positiva con el tamaño relativo de la operación y reacciones negativas en relación con la forma de pago, el momento y el PBV. Por lo tanto, el análisis de los signos indica que la magnitud de la reacción negativa del mercado de valores aumenta con el nivel del PBV, que un pago en efectivo recibe un castigo inferior que una permuta de acciones, que las adquisiciones del período más reciente (1997-2000) se acompañaron de caídas más pronunciadas de los precios de los bancos oferentes y que el mercado considera de forma más favorable la adquisición de objetivos relativamente grandes. El tamaño y el momento siempre son significativos, en tanto que el PBV sólo es marcadamente positivo en el modelo 2, mientras que la forma de pago nunca lo es (11).

Por una parte, lo expuesto destaca un cierto grado de irrelevancia de la forma de pago (el signo negativo que acompaña a las permutas de acciones puede ser totalmente aleatorio en vista de la falta de significado de la variable). Por otra parte, confirma la importancia del crecimiento en las reacciones bajistas que acompañan a los anuncios de adquisición en los últimos

años. No obstante, este fenómeno no puede atribuirse al aumento del tamaño medio de las operaciones de adquisición (que pasa de un 22 por 100 en el período que va de 1994 a 1996 a un 42 por 100 en el período 1997-2000), ya que el mercado se muestra realmente más favorable a las adquisiciones «grandes», dando más importancia a los beneficios previstos a causa de las economías de escala que a los costes de integración. Aparentemente, tampoco se puede atribuir sólo al aumento de los precios pagados (entre ambos períodos, el PBV pasa de un 1,84 a un 1,90), ya que el «efecto precio» se ve compensado por la introducción de la variable PBV, que tiene su propia significancia, al menos en el modelo 2. Existen, por tanto, motivaciones adicionales de la reacción de crecimiento con las que el mercado italiano trata de castigar las cotizaciones de los bancos oferentes. Tal vez el aumento de los precios pagados vaya acompañado por cierto grado de duda con respecto a la eficacia del tipo de adquisición (los objetivos son, habitualmente, bancos locales) como respuesta estratégica a la evolución del mercado bancario italiano. Dicho de otro modo, en nuestra muestra de bancos oferentes italianos, las pruebas indican que en los últimos años el mercado ha adoptado normas esclarecedoras para evaluar la justicia de los precios de puja de las adquisiciones de bancos.

CUADRO NÚM. 7

## ANÁLISIS DE REGRESIÓN DE RENTABILIDADES ANORMALES (BANCOS OFERENTES ITALIANOS)

	MODELO [1], ÍNDICE BANCARIO			MODELO [2], ÍNDICE GENERAL		
	Valor	Dt	Prueba T	Valor	Dt	Prueba T
CAR entre -30 y +30						
Constante .....	+ 0,039	0,078	+ 0,50	+ 0,058	0,128	+ 0,46
Forma de pago .....	- 0,014	0,045	- 0,32	- 0,069	0,069	- 1,00
Momento de la adquisición .....	- 0,080	0,039	- 2,05 (*)	- 0,104	0,039	- 2,65 (*)
PBV del objetivo .....	- 0,023	0,025	- 0,93	- 0,067	0,035	- 1,94 (**)
Tamaño relativo del objetivo .....	+ 0,047	0,018	+ 2,60 (*)	+ 0,060	0,023	+ 2,61 (*)
R <sup>2</sup> y R <sup>2</sup> ajustado (porcentaje) .....		22,7 y 12,4			49,5 y 42,8	
CAR entre -30 y +30						
Constante .....	+ 0,011	0,019	+ 0,60	+ 0,166	0,048	+ 3,45 (*)
Forma de pago .....	-	-	-	-	-	-
Momento de la adquisición .....	- 0,086	0,033	- 2,60	- 0,124	0,031	- 3,98 (*)
PBV del objetivo .....	-	-	-	- 0,086	0,025	- 3,45 (*)
Tamaño relativo del objetivo .....	+ 0,045	0,019	+ 2,37	+ 0,041	0,015	+ 2,66 (*)
R <sup>2</sup> y R <sup>2</sup> ajustado (porcentaje) .....		20,0 y 15,0			47,4 y 42,3	

(Dt) Desviación típica. (\*) Al menos un 5 por 100 significativo. (\*\*) Significado algo inferior a un 5 por 100.

Fuente: Elaboración propia.

## NOTAS

(1) Véanse las opiniones de los principales directores de los bancos italianos, recogidas en *Il Sole 24 Ore*, núm. 83, de 25 de marzo de 2000, y núm. 337, de 11 de diciembre de 1999. Aunque señala que el mercado del control empresarial de los bancos italianos «expresa precios que muchos consideran no ajustados a los valores reales», RUOZI (2000) tiene dudas sobre la aparente contradicción existente entre el valor y el precio de los bancos adquiridos en Italia en los últimos años: «de hecho, el mercado siempre tiene razón, y esto aún es más cierto cuando la relación valor/precio se ha establecido para que compita más de un posible comprador».

(2) El estudio establece un análisis de la reacción del mercado de valores ante los bancos objetivo y oferente; ello limita el tamaño de la muestra a unos pocos casos de adquisiciones entre ambos que se coticen en Bolsa.

(3) Luca Bassoli ayudó a crear la muestra.

(4) En la muestra, un anuncio no fue seguido por una adquisición, la oferta del ING por CCF se retiró poco después de su anuncio.

(5) Los *banche popolari* italianos difieren de otros bancos comerciales por dos razones: a) cada accionista tiene derecho a un voto, b) ningún inversor individual puede poseer más del 0,50 por 100 del capital (este límite no se aplica a los inversionistas institucionales).

(6) Desde la perspectiva del Modelo de Mercado o el CAPM, la metodología empleada para calcular la rentabilidad anormal supone que todos los bancos de la muestra presentan un riesgo sistemático relacionado con los índices sectorial y general iguales a la media (beta igual a uno). No obstante, como quiera que la mayoría de la muestra italiana está compuesta por bancos que tienen un riesgo sistemático inferior a la media (beta < 1), existe un gran nivel de probabilidades de que las rentabilidades anormales que hemos calculado para los bancos italianos sean inferiores a las que se habrían obtenido con el modelo de mercado y/o el CAPM. Los índices empleados fueron: para Italia, el Mib histórico general y el Mib histórico bancario; para Gran Bretaña, el Ftse 1.000 y el Ftse bancos; para Suiza, el

índice Smi y el índice Smi bancos; para Francia, el Sbf 250 y el Sbf bancos; para Alemania, el Dax y el Dax bancos; para Holanda, el Cbs general de todas las acciones y el Cbs bancos; para España, el índice general Se de Madrid y el Se Madrid bancos; para Austria, el Atx general y el Atx bancos, y para Finlandia, el Hex general y el Hex bancos. Los precios diarios de los valores y los niveles diarios de los índices proceden de Datastream.

(7) Para una descripción de dichas pruebas, véase BACCOLINI, FERRETTI y LUSIGNANI (1991: 150 a 154). La desviación típica de RA se calcula en un período de 100 días, del -131 al -31, respecto al día del acontecimiento.

(8) Esto se aplica también a la submuestra de 28 adquisiciones internacionales de otros bancos europeos, cuyos resultados no se recogen en detalle por razones de espacio.

(9) También el modelo 1 presenta un bajo nivel de significatividad.

(10) Fuente: PROMETEIA, *Le azioni delle banche quotate*, varios años.

(11) Se ha demostrado que los coeficientes de la variable modelo que representan la forma de constitución de los bancos oferentes (comerciales, cooperativos) no eran significativos, confirmando lo que se había descubierto al estudiar los casos.

## BIBLIOGRAFÍA

- AKHIGBE y MADURA (1999), «Intra-industry signals embedded in bank acquisition announcements», *Journal of Banking and Finance*, núm. 11.
- BACCOLINI, R.; FERRETTI, R., y LUSIGNANI, G. (1991), «Informazioni privilegiate e dinamica delle quotazioni alla Borsa di Milano», *Finanza Imprese e Mercati*, núm. 2.
- BANERJEE, A., y COOPERMAN, E. (1998), «Returns to target and acquirers: evidence for bank mergers in the 90s», *Working Paper*, University of Colorado.

- BARADWAJ, B.; DUBOFSKY y FRASER, D. (1992), «Bidder returns in interstate and intrastate bank acquisitions», *Journal of Financial Services Research*, núm. 2.
- BREWER III, E.; JACKSON III, W. E.; JAGTIANI, J. A., y NGUYEN, T. (2000), «The price of bank mergers in the 1990s», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, primer trimestre.
- CORNETT, M. M., y DE, S. (1991a), «Common stock returns in corporate takeover bids: evidence from interstate bank mergers», *Journal of Banking and Finance*, núm. 2.
- (1991b), «Medium of payment in corporate acquisitions: evidence from interstate bank mergers», *Journal of Money, Credit, and Banking*, núm. 4.
- CORNETT, M. M., y TEHRANIAN, H. (1992), «Changes in corporate performance associated with bank acquisitions», *Journal of Financial Economics*, abril.
- CYBO-OTTONE, A., y MURGIA, M. (2000), «Mergers and shareholder wealth in European banking», *Journal of Banking and Finance*, núm. 6.
- DESAI, A., y STOVER, R. D. (1985), «Bank holding company acquisitions, stockholder returns, and regulatory uncertainty», *Journal of Financial Research*, núm. 2.
- JAMES, C., y WEIR, P. (1987), «Returns to acquisitions and competitions in the acquisition market: the case of banking», *Journal of Political Economy*, núm. 2.
- HANNAN, T. H., y WOLKEN, J. D. (1989), «Returns to bidder and target in the acquisition process: evidence from the banking industry», *Journal of Financial Services Research*, núm. 1.
- HOUSTON, J. F., y RYNGAERT, M. D. (1994), «The overall gains from large bank mergers», *Journal of Banking and Finance*, núm. 6.
- KWAN, S., y EISENBEIS, R. A. (1999), «Mergers of publicly traded banking organizations revisited», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, cuarto trimestre.
- MADURA, J., y WIAINT, K. J. (1994), «Long-term valuation effects of bank acquisitions», *Journal of Banking and Finance*, núm. 6.
- NEELY, W. P. (1987), «Banking acquisition: acquirer and target shareholder returns», *Financial Management*, invierno.
- PALIA, D. (1994), «Recent evidence on bank mergers», *Financial Markets, Institutions, and Investments*, núm. 5.
- PILLOFF, S. J. (1996), «Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions», *Journal of Money Credit and Banking*, agosto.
- PROMETEIA (2000), *Le azioni delle banche quotate*, junio.
- RESTI, A., y SICILIANO, G. (1999), «Le acquisizioni di banche quotate creano valore per gli azionisti? Un confronto fra i prezzi di borsa e i dati fondamentali di alcune banche», *Banca Impresa Società*, núm. 1.
- RUOZI, R. (2000), «La via del profitto tra Crema e Lodi», en *Il Sole 24 Ore*, núm. 131 de 16 de mayo.
- SIEMS, T. F. (1996), «Bank mergers and shareholder wealth: evidence from 1995's megamerger deals», *Financial Industry Studies*, Federal Reserve Bank of Dallas, agosto.
- Il Sole 24 Ore* (1999), núm. 337 dell'11 dicembre.
- (2000), núm. 83 de 25 marzo.
- WALL, L. D., y GUP, B. E. (1989), «Market valuation effects of bank acquisitions», en B. GUP, *Bank mergers: current issues and perspectives*, Kluwer Academic Publishers.
- ZHANG, H. (1995), «Wealth effects of U.S. bank takeovers», *Applied Financial Economics*, núm. 5.

APÉNDICE 1  
MUESTRA DE ADQUISICIONES REALIZADAS POR BANCOS ITALIANOS

<i>BANCO OFERENTE</i>	<i>OBJETIVO</i>	<i>FECHA DEL EVENTO</i>
Credito Agrario Bresciano	Banca del Cimino	27/9/94
Credito Valtellinese	Credito Artigiano	11/11/94
Popolare dell'Emilia Romagna	Popolare di Ravenna	29/11/94
Credito Italiano	Credito Romagnolo	27/1/95
Popolare dell'Emilia Romagna	Popolare di Lanciano	26/2/95
Popolare dell'Emilia Romagna	Popolare del Materano	15/3/95
Ambroveneto	Banca di Trento e Bolzano	24/3/95
Credito Romagnolo	Popolare del Molise	22/4/95
Popolare di Bergamo	Popolare di Ancona	30/4/95
Popolare dell'Emilia Romagna	Cassa di Risparmio di Vignola	7/6/95
Popolare di Brescia	Banca di Trieste	1/7/95
Banca Agricola Mantovana	Popolare di Abbiategrosso	4/10/95
Popolare dell'Emilia Romagna	Popolare di Crotone	23/11/95
Banca Agricola Mantovana	Popolare della Marsica	15/12/95
Popolare Commercio e Industria	Popolare di Luino e Varese	22/12/95
Comit	Biverbanca	12/3/96
Popolare di Bergamo	Banca Frignone	25/7/96
Popolare di Lodi	Popolare di Carini	25/10/96
Popolare di Lodi	Banca di Credito Siciliano	23/4/97
Popolare di Lodi	Banca del Sud	1/5/97
Ambroveneto	Cariato	20/5/97
Credito Valtellinese	Popolare di Rho	8/7/97
Credito Emiliano	Banca della Provincia di Napoli	13/12/97
Credito Valtellinese	Popolare di Santa Venera	3/4/98
Popolare di Milano	Banca Akros	5/8/98
Popolare dell'Emilia Romagna	Popolare di Aprilia	11/8/98
Unicredito	Cassa di Risparmio di Trento	7/8/98
Banca Intesa	Comit	1/7/99
Popolare di Lodi	Iccri	14/8/99
Popolare di Lodi	Efibanca	14/10/99
Popolare di Lodi	Casse del Tirreno	7/12/99
Popolare di Lodi	Cassa di Risparmio di Imola	6/1/00
Rolo Banca	Cassa di Risparmio di Carpi	14/1/00
Credito Valtellinese	Popolare di Sant'Angelo	9/2/00
Rolo Banca	Banca dell'Umbria	2/2/00

APÉNDICE 2

MUESTRA DE ADQUISICIONES REALIZADAS POR BANCOS EUROPEOS

BANCO OFERENTE (PAÍS)	OBJETIVO (PAÍS)	FECHA DEL EVENTO
Bank Austria (Austria)	Creditanstalt (Austria)	14/1/97
UBS (Suiza)	Appenzell Kantonalbank (Suiza)	22/12/95
UBS (Suiza)	Bank of America (Banca privada europea)	12/3/99
UBS (Suiza)	Global Asset Management (Bermuda)	15/9/99
Deutsche Bank (Alemania)	Finanza & Futuro (Italia)	30/5/95
Dresdner Bank (Alemania)	Kleinwort Benson (Reino Unido)	16/6/95
Commertzbank (Alemania)	Martingale Asset Management (USA)	18/7/95
Dresdner Bank (Alemania)	RCM Capital Market	22/6/96
Deutsche Bank (Alemania)	NatWest Markets (Reino Unido)	1/11/97
Bankgesellschaft (Alemania)	Norddeutsche Landesbank (Alemania)	6/3/98
Dresdner Bank (Alemania)	PaineWebber (USA)	13/8/98
Deutsche Bank (Alemania)	Bankers Trust (USA)	24/11/98
Deutsche Bank (Alemania)	Crédit Lyonnais Belgium (Bélgica)	3/12/98
Commertzbank (Alemania)	Adig (Alemania)	23/2/99
Banco Bilbao Vizcaya (España)	Probursa (México)	31/5/95
Banco Bilbao Vizcaya (España)	BHIF (Chile)	25/6/98
BSCH (España)	Mundial (Portugal)	12/11/99
BSCH (España)	Meridional (Brasil)	20/1/00
Société Générale (Francia)	Hambros Banking Group (Reino Unido)	23/12/97
CCF (Francia)	Charterhouse (Reino Unido)	23/12/97
MeritalNordbanken (Finlandia)	Christiania Bank (Noruega)	21/9/99
ABN Amro (Holanda)	Standard Federal (USA)	23/11/96
ING (Holanda)	Equitable of Iowa (USA)	9/7/97
ING (Holanda)	Furman Selz (USA)	29/8/97
ING (Holanda)	BBL (Bélgica)	13/11/97
ABN Amro (Holanda)	Banco Real (Brasil)	9/7/98
ING (Holanda)	BHF-bank (Alemania)	15/9/98
ABN Amro (Holanda)	Bouwfonds Gemeenten (Holanda)	27/8/99
ING (Holanda)	CCF (Francia)	14/12/99
Barclays Bank (Reino Unido)	Wells Fargo Nikko Inv. (USA)	22/6/95
Abbey National (Reino Unido)	First National Fin. Corp. (Reino Unido)	5/7/95
Abbey National (Reino Unido)	National and Provincial (Reino Unido)	11/7/95
NatWest (Reino Unido)	Gleacher (USA)	18/10/95
NatWest (Reino Unido)	Gartmore (Reino Unido)	20/2/96
NatWest (Reino Unido)	Greenwich Capital Holding (USA)	12/6/96
HSBC (Reino Unido)	Rep. Bank New York (USA)	11/5/99
Royal Bank of Scotland (Reino Unido)	Ust Corp. Boston (USA)	22/6/99
Lloyds TSB (Reino Unido)	Scottish Widows (Reino Unido)	24/6/99
NatWest (Reino Unido)	Legal & General (Reino Unido)	4/9/99
Royal Bank of Scotland (Reino Unido)	NatWest (Reino Unido)	25/9/99

# Desregulación y competencia en las cajas de ahorros

Santiago Carbó Valverde  
David B. Humphrey  
Francisco Rodríguez Fernández

## I. INTRODUCCIÓN

Las fusiones bancarias ofrecen la posibilidad de reducir costes y ampliar la oferta de servicios a depositantes y prestatarios. Pueden asimismo incrementar la cuota de mercado de las instituciones que se fusionan. El criterio que prevalece entre las autoridades que vigilan la libre competencia es el de que si crecen en exceso las cuotas de mercado, la competencia efectiva se reducirá de forma significativa. Menos competencia puede traducirse en una menor retribución de los depósitos y/o en unos tipos de interés mayores sobre los créditos. Si esto sucede, su efecto será una transferencia neta de renta desde los clientes a las entidades financieras, lo que presumiblemente dará lugar a un incremento de la rentabilidad de estos últimos para el mismo nivel de servicios prestados. Al aprobar una fusión, las autoridades de la competencia tratan de mantener un equilibrio entre el coste subyacente de la prestación de los servicios bancarios y los precios que puedan cobrarse por éstos, sin dejar por ello de permitir una tasa «normal» o razonable de rentabilidad sobre el capital invertido. En todo caso, esta evaluación resulta más difícil de llevar a cabo después de una fusión que antes de ella. De ahí que las autoridades de la competencia presten especial atención al cálculo y la valoración del nivel de concentración de mercado con anterioridad a una fusión.

Si bien los mayores precios asociados a una fuerte concentración de mercado suelen considerarse como señal inequívoca de una reducción de competencia efectiva, una mayor rentabilidad no debe interpretarse necesariamente en este sentido. Un incremento de los beneficios puede obedecer: 1) al ahorro en costes derivado de las fusiones, 2) a una reducción de la competencia que permite que suban los precios, 3) a unos mayores ingresos debidos a un incremento de la

demanda de crédito por efecto de una mejora de las condiciones económicas. En este estudio se analiza la contribución relativa de los tres efectos citados sobre la rentabilidad, en consonancia con el objetivo de determinar el impacto que las fusiones de las cajas de ahorros han tenido sobre la competencia en España. El proceso se complica por el hecho de que la oleada de fusiones de cajas de ahorros que tuvo lugar entre 1989 y 1993 se vio acompañada (si no instigada) por la desaparición en 1989 de las restricciones impuestas a la apertura de sucursales. Tampoco fueron estables las condiciones económicas a lo largo del período citado, por lo que su influencia debe ser, asimismo, tenida en cuenta.

El presente trabajo se ocupa de tres de las cuestiones principales que afectan a la competencia. En primer lugar, en el apartado II, se muestra cómo ha cambiado la concentración de mercado en la industria española de las cajas de ahorros con el transcurso del tiempo, según el tamaño de la institución y entre las diferentes regiones. Los cambios en la concentración se relacionan con la desaparición de las restricciones impuestas a la apertura de sucursales, considerándose asimismo resultado directo de las fusiones. Se elabora una medida ajustada de concentración de mercado, tratando de evaluar de forma independiente estos dos efectos. Dicha información se emplea posteriormente para estudiar la relación entre los cambios en la concentración de mercado entre 1986 y 1998 y los cambios en los precios de los depósitos y los créditos, concretamente el diferencial o *spread* entre los precios de créditos y depósitos, ya que se supone que la concentración afecta por esta vía a la rentabilidad de la entidad.

En segundo lugar, dado que la concentración es un indicador indirecto de la competencia efectiva en el

mercado, en el apartado III se añade una medida más directa, el margen, o *mark-up*, del precio sobre el coste marginal estimado. Se compara el *mark-up* sobre el activo total a lo largo del tiempo con los cambios en el *spread* entre los precios de créditos y depósitos. En este sentido, se determina la capacidad relativa del *mark-up* y del *spread* definidos para explicar la pauta observada en la evolución de la rentabilidad, en comparación con la variable de concentración de mercado.

En tercer y último lugar, se extraen las conclusiones e implicaciones del trabajo

## II. EL ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA A TRAVÉS DE LA CONCENTRACIÓN DE MERCADO

### 1. La medición de la concentración de mercado

En España, como en la mayoría de los países europeos, no existe información pública sobre el valor del activo, los depósitos o los créditos de cada una de las sucursales locales (1). Por ello, los estudios previos sobre la concentración de mercado español se han valido en su lugar de la distribución regional de las sucursales (sobre la que se dispone de información pública) para calcular un indicador como el HHI (2). Más sucursales en un mercado indican una mayor cuota de mercado (3). A medida que la distribución regional de las oficinas cambia, lo mismo ocurre con el HHI calculado a partir de ellas. Esta asunción implica que el valor medio de los depósitos (o de los créditos) por sucursal de un banco: 1) es el mismo para todas las sucursales del mismo banco; 2) es el mismo para todas las sucursales de todos los bancos, y 3) es el mismo a lo largo del tiempo. No es probable que éste sea el caso. Aunque las limitaciones de los datos disponibles impiden solventar el primer supuesto, sí pueden solventarse en cierta medida los otros dos. Concretamente, se puede aproximar el valor no observado de los depósitos (o de los créditos) de cada sucursal de un determinado banco a través de la *ratio* entre el total de los depósitos (o de los créditos) del banco y el número total de sus sucursales. No obstante, calculando el valor medio de los depósitos (o de los créditos) de forma independiente para cada sucursal, para cada banco y para cada año (prescindiendo de las anteriores asunciones 2 y 3), se permite que dicho valor medio varíe entre las diferentes entidades a lo largo del tiempo. Este enfoque resulta menos restrictivo que el cálculo del HHI por sucursales, que ha estado presente en los estudios previos del caso español (Fuentelsaz, 1996; Maudos, 1998). A efectos comparativos, se presentan inicialmente los resultados de la concentración de mercado obtenidos usando el cálculo del HHI por

sucursales (BRHHI) junto con las medidas menos restrictivas de los HHI para depósitos y créditos (DHHI y LHHI), que emplean datos medios que pueden diferir entre las entidades y a lo largo del tiempo.

El número de cajas de ahorros era de 77 en 1986. A partir de 1989, 47 de ellas se vieron inmersas en 20 fusiones. En 1998 eran 50 las cajas de ahorros operativas. Para obtener un conjunto de datos homogéneo a lo largo del tiempo, se añadió información retrospectiva sobre dichas 50 instituciones hasta 1986, para reflejar los efectos de las posteriores fusiones. Así pues, las retribuciones de depósitos y créditos y todas las medidas de costes y beneficios representan medias ponderadas de las entidades que componían las 50 existentes en 1998. Los valores de concentración de mercado (HHI) para los bancos fusionados se calcularon como medias ponderadas del activo de los HHI de las entidades participantes en una fusión con carácter previo a ésta. Como resultado de este proceso, el conjunto de datos del panel consta de 1.300 observaciones (50 cajas de ahorros  $\times$  13 años  $\times$  observaciones semestrales).

### 2. Resultados de estudios previos relativos a los efectos de la concentración de mercado

La interpretación convencional del efecto de la concentración sobre la competencia es que los mercados con mayor concentración se enfrentarán a una menor competencia. Al reducirse ésta, las entidades podrán subir sus precios por encima del coste asociado a una rentabilidad normal ajustada al riesgo sobre el capital invertido. Unos precios más elevados podrán dar lugar a mayores beneficios o a que suban los costes de explotación (por efecto de un aumento de los salarios y/o de mejoras realizadas en las oficinas). Éste es el paradigma Estructura-Conducta-Resultados (SCP, por sus siglas en inglés, *Structure-Conduct-Performance*), en el que se supone que la estructura de mercado influye en los precios y, a través de ellos, en la evolución de los beneficios (o de la eficiencia en costes).

Los modelos SCP se emplean en el análisis de regresión para tratar de determinar la importancia relativa de un conjunto de variables explicativas sobre los precios o los beneficios. Éstos pueden verse influidos por la concentración de mercado, las barreras de entrada al mercado (problemas de apertura de oficinas o de establecimiento de una nueva institución), los costes de los *input*, la eficiencia en costes y el conjunto de las condiciones económicas (tipos de interés del mercado y efectos del ciclo económico). Si bien se ha escrito mucho sobre este tema durante los últimos 20 años, la evidencia empírica no resulta clara (como muestran

Gilbert, 1984; Hannan, 1991; y Berger, 1995). Muchos estudios han puesto de manifiesto una relación estadísticamente significativa, aunque empíricamente reducida, entre un aumento en la concentración de mercado y una disminución de la retribución de los depósitos o un aumento en la de los créditos. Asimismo, la relación entre una concentración mayor del mercado y una mayor rentabilidad no parece ser, en general, significativa para el sector bancario. Las diferencias de rentabilidad entre las entidades de depósito (corte transversal) y a lo largo del tiempo (serie temporal) se ven afectadas por muchas y muy diversas influencias, y la concentración de mercado, aunque aparentemente puede resultar un factor significativo en la determinación de precios de los servicios bancarios, recoge un porcentaje reducido de la variación de la rentabilidad (4). Como puede verse en el cuadro núm. 1, dichos resultados son contradictorios en el caso español. Según Maudos (1998), la concentración de mercado no es significativa como factor explicativo del comportamiento de la ROA o el ROE de la entidad. Aunque esta relación sea estadísticamente significativa en los otros dos trabajos señalados en el cuadro núm. 1, el resultado no es económicamente significativo y/o se limita al período de tiempo anterior a la desregulación territorial de las oficinas bancarias. Considerando que la desregulación de las oficinas de las cajas de ahorros produjo un cambio en el comportamiento del mercado, los resultados de este período inicial no debieran emplearse para obtener conclusiones respecto al comportamiento bancario actual.

### 3. El análisis temporal de la concentración de mercado

La pautas marcadas por la concentración de mercado en España a lo largo del tiempo pueden verse en el gráfico 1. Los tres indicadores propuestos muestran cómo la concentración se ha reducido de forma significativa. La concentración de mercado (medida según el HHI) para todas las cajas de ahorros pasó de en torno a 5.500 en 1986 a alrededor de 4.000 en 1998. La reducción de la concentración fue de un 26 por 100 utilizando la medida de concentración de sucursales (BRHHI), en tanto que se situó en un 28 por 100 tanto para el indicador de depósitos (DHHI) como para el de los créditos (LHHI). Como hemos visto, existe muy poca diferencia en los niveles de concentración calculados o en los cambios experimentados a lo largo del tiempo. Si bien los indicadores DHHI y LHHI son más precisos que BRHHI (por las razones señaladas anteriormente), esta mejora tuvo escasos efectos sobre los resultados. Así pues, a continuación nos centramos en la medida de la concentración del mercado de depósitos (DHHI). Si bien en la práctica cualquiera de los tres valores producirá, esencialmente, idénticos resultados, el indicador de los depósitos incluye menos restricciones que el de las sucursales, ya que los depositantes suelen tener menos poder de negociación que los prestatarios (de modo que el análisis resulta más conveniente para el mercado de depósitos que para el de crédito).

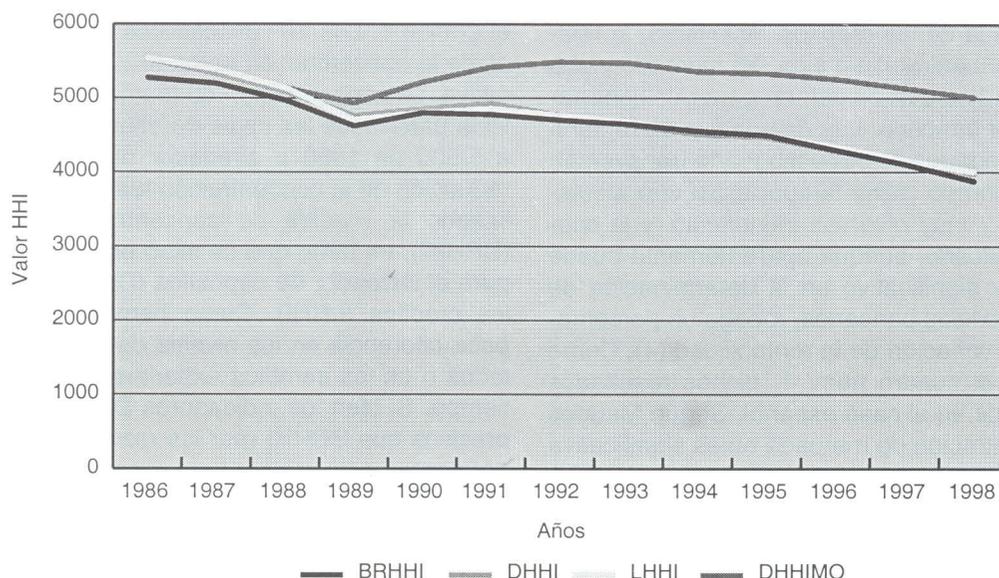
¿Por qué se ha reducido la concentración de mercado? ¿Guarda relación con la oleada de fusiones de

CUADRO NÚM. 1  
ESTUDIOS REFERIDOS AL PARADIGMA ESTRUCTURA-CONDUCTA-RESULTADOS  
PARA LA BANCA ESPAÑOLA

AUTOR(ES)	MUESTRA	MEDIDAS DE LA ESTRUCTURA DE MERCADO Y DE RENTABILIDAD	SIGNIFICACIÓN ESTADÍSTICA (NIVEL 95 POR 100)	SIGNIFICACIÓN ECONÓMICA (VALOR R <sup>2</sup> )
Maudos (1998)	Bancos comerciales y cajas de ahorros 1990-1993, n = 353 ROA, ROE (*)	HHI calculado para el mercado regional	No significativo	0,07 a 0,47
Lloyd-Williams, Molyneux y Thornton (1994)	Bancos comerciales y cajas de ahorros 1986-1988, n = 204 ROA	CR3 calculado para el mercado nacional	Significativo	0,28 a 0,47
Molyneux y Thornton (1992)	Bancos comerciales y cajas de ahorros europeos 1986-1989, n = 450 ROA, ROE	CR10 calculado para el mercado nacional	Significativo	0,01 a 0,28

(\*) ROA = Rentabilidad del activo y ROE = rentabilidad de los fondos propios.

GRÁFICO 1  
**CONCENTRACIÓN DE MERCADO PARA DEPÓSITOS, CRÉDITOS Y OFICINAS.  
 CAJAS DE AHORROS (1986-1998)**



cajas de ahorros que se inició en 1989 y concluyó en torno a 1993, o con la desaparición de las restricciones a la apertura de sucursales de una entidad fuera de su región que se inició en 1989? Como podría esperarse, el cambio en la concentración de mercado está relacionado con ambos hechos. Sin embargo, uno de ellos tuvo una importancia relativa significativamente mayor que el otro.

Para responder a estas cuestiones, se introduce una medida modificada del indicador de la concentración de los depósitos. En 1989, la liberalización de las restricciones impuestas a la apertura de oficinas permitió que las cajas de ahorros abrieran nuevas sucursales fuera de su región de origen. El indicador modificado de concentración sólo incluye a aquellas sucursales que existían (en su región de origen y en cualquier otro lugar) antes de 1989, y después de ese año incorpora asimismo todas las nuevas sucursales abiertas sólo en la región de origen de la entidad (tanto de las cajas fusionadas como de las no fusionadas). Se trata de aproximar el grado de concentración de mercado que podría haber existido si nunca se hubiera producido la liberalización de la apertura de sucursales. El valor ajustado de la concentración (DHHIMO) puede verse en la curva superior de el gráfico 1. Entre 1986 y 1998 este valor se redujo en un 9 por 100, en tanto que el valor no ajustado de la concentración, que incluye todas las nuevas oficinas (situadas tanto dentro como fuera de la región de origen del banco), se redujo en un 28 por 100. Por lo tanto, la desregulación de las res-

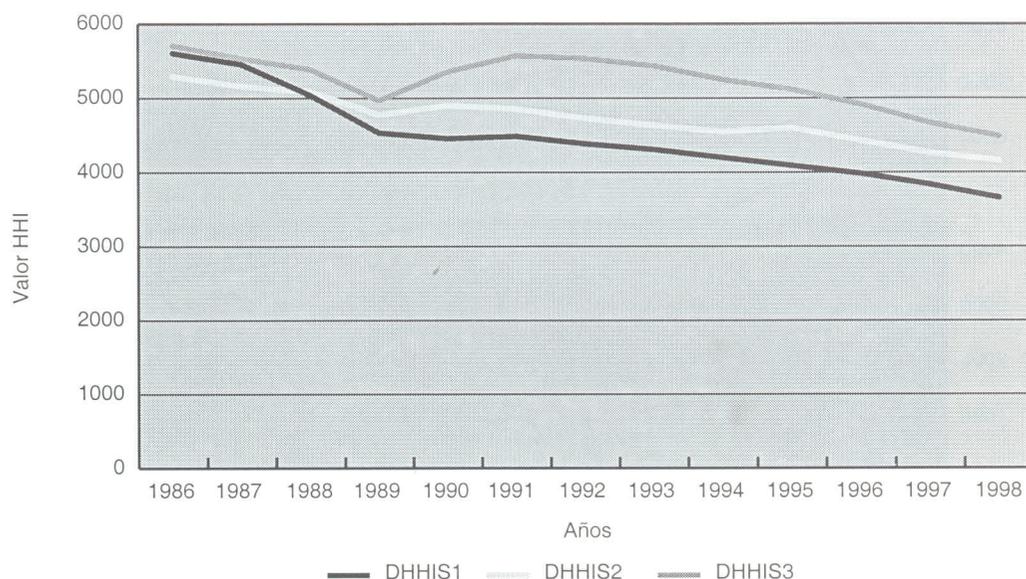
tricciones impuestas a la apertura de sucursales representa aparentemente las dos terceras partes (19 puntos porcentuales) del citado 28 por 100 de reducción total. Aunque es probable que las fusiones hayan contribuido de forma significativa al cambio en la concentración de mercado, gran parte de la reducción en la concentración está relacionada con la desregulación de la expansión geográfica.

#### 4. Concentración de mercado según la dimensión de la entidad y por regiones

La reducción de la concentración en España difiere por regiones y según el tamaño de la institución bancaria. Para ello, dividimos las cajas de ahorros en tres grupos según la dimensión: pequeñas, medianas y grandes. En 1998, el valor medio del activo total en cada uno de dichos grupos era de, respectivamente, 1.560 millones de euros, 3.930 millones de euros y 16.810 millones de euros (5). La pauta temporal marcada por el valor de la concentración de los depósitos (DHHI) de los tres grupos de tamaño puede observarse en el gráfico 2. Las más pequeñas sufrieron la mayor reducción en la concentración, disminuyendo un 35 por 100, hasta situarse en 3.657 en 1998. La concentración de las cajas medianas y grandes se redujo, respectivamente, en un 22 por 100 y un 21 por 100. El resultado final es que la concentración de mercado disminuyó sustancialmente para los tres grupos.

GRÁFICO 2

## DIMENSIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS Y CONCENTRACIÓN DE MERCADO (1986-1998)



Para examinar el modo en que la concentración de mercado ha variado en España, se especificaron cinco regiones para las 50 cajas de ahorros que existían en 1998. Dichas regiones corresponden a las entidades de ámbito nacional (cinco cajas de ahorros de implantación nacional), Sur (seis), Centro y Noroeste (trece), Este y Noreste (diecinueve) y Norte (siete), citadas como regiones 1 a 5 (R1 a R5), respectivamente (6). Esas cinco regiones aparecen en el gráfico 3. En 1986, la región con la mayor concentración (Norte, con 6.783) superaba en un 67 por 100 a la región con menor concentración (Sur, con 4.055). Salvo la región Norte, en que la concentración se redujo sólo en un 2 por 100 entre 1986 y 1998, en todas las demás territorios la reducción se situó entre un 23 por 100 y un 38 por 100. Sin embargo, se observó un aumento de la concentración en la mayoría de las regiones en los años en que se produjeron las fusiones de sus cajas. A lo largo de todo el período, la región con menor concentración fue el Sur. En 1998, las regiones Sur, Este y Noreste, y las entidades de ámbito nacional, presentaron niveles de concentración muy aproximados, siendo la región Centro y Noroeste la que mostró un mayor valor.

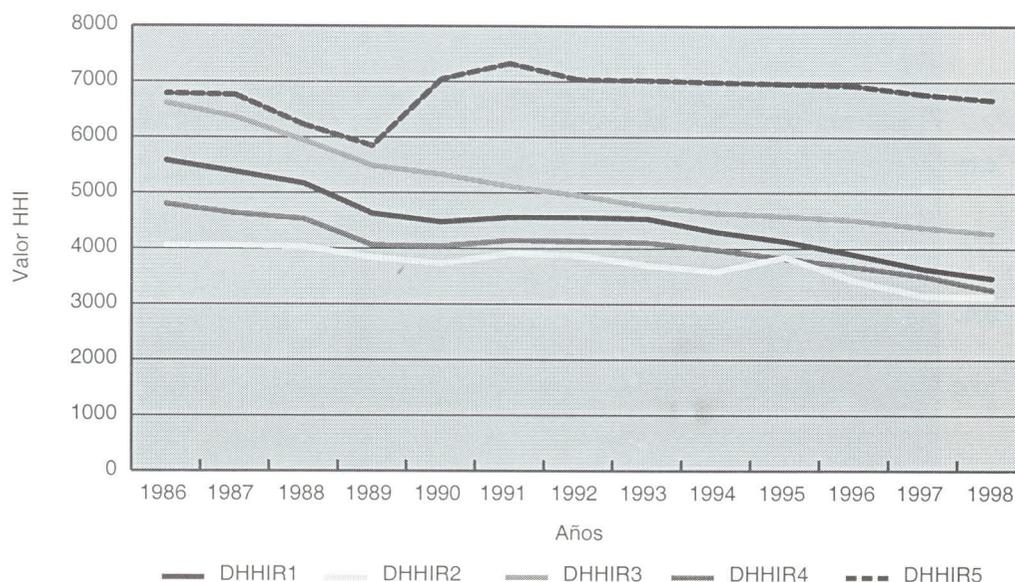
##### 5. El impacto de la concentración de mercado sobre los precios y la rentabilidad bancarios

La mayoría de los estudios relativos a los efectos de la concentración sobre los precios han usado téc-

nicas de regresión para determinar hasta qué punto las retribuciones de los depósitos y los créditos se han visto, respectivamente, afectadas por los cambios en la concentración de mercado, manteniéndose constantes otras influencias sobre dichas variables. Muchas de esas «otras influencias» (tales como los efectos de los tipos de interés del mercado, los costes laborales y el ciclo económico) pueden afectar de forma sustancial tanto a los tipos de los depósitos como a los de los créditos. Por consiguiente, como demuestran Angelini y Cetorelli (1999) en su estudio del sector bancario italiano, puede que sea preferible vincular el *diferencial* o *spread* de los tipos medios de los créditos y los depósitos con la concentración de mercado en lugar de analizar estas remuneraciones por separado. De este modo, las influencias que afectan a estos precios, como los tipos de interés de mercado, se tendrán ya en cuenta en los tipos independientes, pero tendrán un escaso efecto residual sobre el diferencial.

Como se indicó previamente, la parte «estructura-conducta» del paradigma Estructura-Conducta-Resultados señala que las entidades presentes en mercados altamente concentrados deben presentar un mayor diferencial entre los precios de créditos y depósitos (*SPREAD*). Si bien esta relación positiva existe en las cajas de ahorros españolas entre 1986 y 1998, no es estadísticamente significativa. Esta relación se estimó en una regresión que relacionaba el *spread* (nominal) existente entre los precios de créditos y depósitos con

GRÁFICO 3  
LA CONCENTRACIÓN DEL SECTOR DE CAJAS DE AHORROS  
EN LAS REGIONES ESPAÑOLAS (1986-1998)



variables que reflejan la concentración del mercado bancario (DHHI), la eficiencia en costes (la *ratio* «depósitos/sucursales») (7), el riesgo (la *ratio* «saneamiento de crédito/activo total») (8) y las influencias económicas (la tasa de crecimiento del PIB real y la variación del índice de inflación). Posteriormente, se añadieron cinco variables ficticias relativas a las regiones y otra para distinguir a los bancos que se fusionaron. Los resultados detallados se indican en el apéndice. En todos los casos, la concentración de mercado de depósitos no parece ser un determinante significativo del *spread*, aunque muchas de las otras influencias sí resultan significativas ( $R^2 = 0,53$ ) (9). Este resultado se mantiene incluso en el caso más simple, en que el *spread* entre los precios de créditos y depósitos se estima exclusivamente en relación con la concentración de mercado, lo que incorrectamente asume que las otras influencias económicas no producen efecto alguno sobre el *spread* (10). Como quiera que la concentración de mercado no determina de forma significativa el *spread* entre los precios de créditos y depósitos de las cajas de ahorros, tampoco puede ser un determinante significativo de las variaciones en la rentabilidad. Bajo el paradigma Estructura-Conducta-Resultados, los efectos sobre la concentración sólo pueden producirse a través de los precios, un vínculo que en España, entre 1986 y 1998, es aparentemente inexistente.

## 6. Análisis del diferencial de precios de créditos y depósitos (*spread*) a lo largo del tiempo, por tamaño de la institución y por región

Mientras que las autoridades encargadas de la competencia analizan con frecuencia los precios a partir de las medidas de concentración de mercado, el *spread* refleja el valor efectivo de esos precios. En este sentido, el *spread* entre los precios de créditos y depósitos es un indicador directo (frente al análisis indirecto a partir de la concentración de mercado) del nivel de competencia en el sector bancario.

La tendencia seguida por el *spread* a lo largo del tiempo aparece en el gráfico 4, respecto a los tres tipos de cajas de ahorros anteriormente citados. El diferencial medio de todos los bancos no se incluye, ya que sigue estrechamente la evolución observada para las instituciones de tamaño medio. En todo caso, el diferencial de toda la muestra se redujo en un 38 por 100 entre 1986 y 1998. Como puede verse en este gráfico, las cajas de ahorros pequeñas, medianas y grandes experimentaron casi idénticas reducciones (38, 39 y 38 por 100, respectivamente).

La variación del *spread* en las cinco regiones de España citadas anteriormente aparece en el gráfico 5. Las reducciones oscilaron entre un 30 por 100 (Sur) y un 46 por 100 (Norte). En 1998, los diferenciales menores se observaron en las cajas de ahorros de mayor dimensión (nacionales) y en las entidades de la región

GRÁFICO 4  
**SPREAD ENTRE EL PRECIO DE CRÉDITOS Y DEPÓSITOS SEGÚN LA DIMENSIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (1986-1998)**

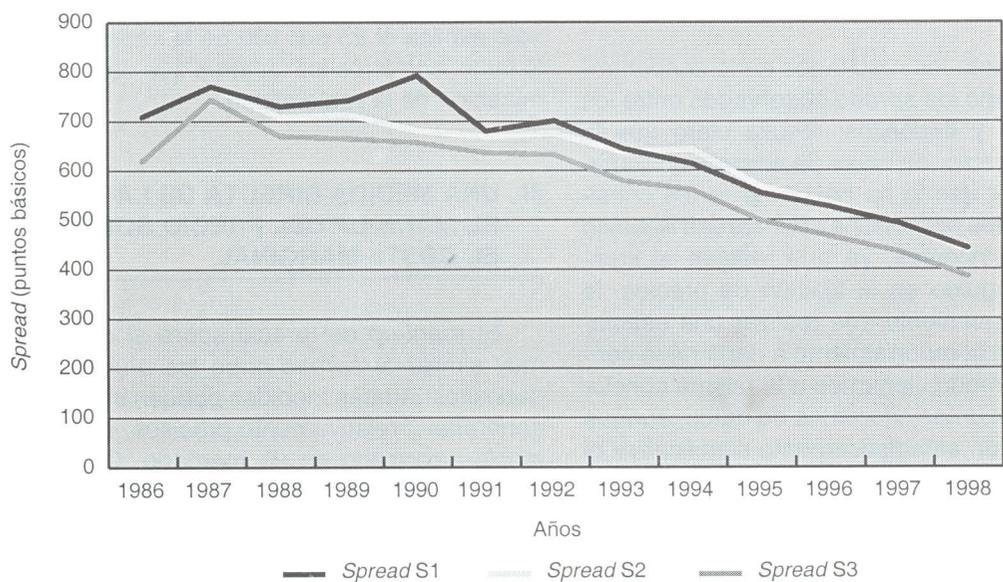
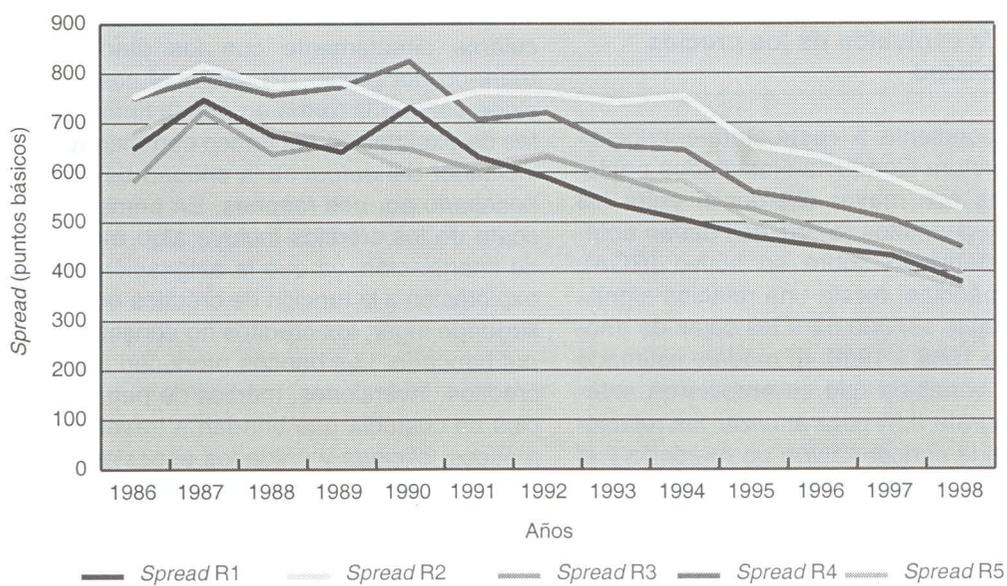


GRÁFICO 5  
**SPREAD ENTRE LOS PRECIOS DE CRÉDITOS Y DEPÓSITOS POR REGIONES ESPAÑOLAS (1986-1998)**



Norte. Estas dos áreas presentan los valores más reducidos del *spread* de las cinco regiones. La región Sur, que experimentó la reducción porcentual menos significativa a lo largo del tiempo, siguió mostrando el mayor valor medio del *spread*.

Considerando tanto los resultados de la concentración de mercado como los *spread* observados entre los precios de créditos y depósitos, resulta claro que la competencia en el sector de cajas de ahorros en España ha aumentado, y que lo ha hecho de forma considerable. Las sensibles reducciones del *spread* resultan especialmente convincentes, ya que reflejan el comportamiento real seguido en la fijación de precios, lo que parece más conveniente que realizar una estimación indirecta de ese comportamiento a partir de la concentración. De ese modo, llegamos a la misma conclusión usando dos conjuntos diferentes de datos, aunque no existe una relación estadísticamente significativa ni económicamente importante entre la concentración y el *spread*. En este sentido, deben tenerse en cuenta otros factores, además de la expansión del número de sucursales, que redujeron asimismo la concentración. Parece claro que se produjo un cambio de actitud respecto a la protección y expansión de las cuotas de mercado al desaparecer las barreras (las restricciones a la apertura de sucursales) que impedían que nuevos competidores accedieran al mercado, quedando alterado el entorno estratégico. Esta experiencia pone de manifiesto la importancia que tiene la supresión de las barreras para lograr una competencia eficaz y mercados contestables al permitir el acceso, real y potencial, de nuevos competidores (Baumol, Panzar y Willig, 1982).

### 7. El impacto de la evolución de los precios sobre la rentabilidad

La parte correspondiente a «estructura-conducta» del paradigma Estructura-Conducta-Resultados postula que las entidades con mayor diferencial entre los precios de créditos y depósitos (*SPREAD*) deben obtener una mayor rentabilidad sobre su activo (ROA). Como muestra el apéndice, existe una relación significativa y positiva en este sentido para las cajas de ahorros españolas entre 1986 y 1998. El modelo estimado incluye las mismas variables que se emplearon anteriormente (en el epígrafe II.5) para analizar las relaciones existentes entre la concentración de mercado y el *spread* (11). Todas las variables (salvo la variable ficticia regional) resultaron estadísticamente significativas. Sin embargo, la significación económica no es elevada ( $R^2 = 0,25$ ). Cuando la rentabilidad sobre el activo se estima exclusivamente a partir del *spread*, con o sin corrección por autocorrelación, no se observa una rela-

ción significativa. En general, el efecto de los precios sobre la rentabilidad, aun siendo significativo, sólo resulta considerable una vez que se han tenido en cuenta otras influencias sobre la ROA. Pero, incluso en este caso, el efecto general no es tan grande, ya que sólo explica el 25 por 100 de la variación de ROA. Por lo tanto, son otros los factores que dominan en la determinación de la rentabilidad.

### III. UNA MEDIDA DIRECTA DE LA COMPETENCIA: EL *MARK-UP* DEL PRECIO SOBRE EL COSTE MARGINAL

El *mark-up* del precio sobre el coste marginal es muy similar al *spread* entre los precios de créditos y depósitos. Ambas medidas pueden indicar, en términos generales y relativamente precisos, el nivel de competencia alcanzado en un mercado. Cuando la competencia es escasa, tanto el *mark-up* como el *spread* son relativamente elevados, dando lugar a que los gestores/propietarios de los bancos obtengan una rentabilidad sobre el capital invertido superior a la media. Si son escasas las restricciones a la entrada de nuevas entidades en dicho mercado, tanto de carácter regulador como respecto a la inversión que se realiza, una rentabilidad superior a la media atraerá a nuevas entidades y, con el tiempo, reducirá el *spread*, el *mark-up* y, tal vez, incluso las ganancias, a niveles más competitivos.

#### 1. Estimación del coste marginal a partir de una función de costes

Mientras que el *spread* de cada banco puede calcularse directamente con los datos disponibles, el *mark-up* del precio (P) sobre el coste marginal (CM) exige estimar la forma en que la financiación y los costes de explotación del banco cambian respecto a algún indicador del *output* de la entidad de depósito. Esto es necesario por dos razones. En primer lugar, porque el coste de los créditos incluye algo más que los costes de financiación, ya que la asignación de los costes de explotación a la función de créditos no está definida. En segundo lugar, los créditos no constituyen el único *output* bancario. Los bancos producen toda una gama de créditos, inversiones, medios de pago, liquidez y servicios de custodia que brindan a través de cajeros automáticos, oficinas y unidades especializadas en la actividad crediticia. Si se dispusiese de datos sobre el volumen de operaciones relacionadas con los servicios de pago, mantenimiento de cuentas, nuevos créditos y supervisión de créditos vigentes, los cambios de dichos valores entre los bancos y a lo largo del tiempo podrían usarse en una función estadística de costes para deter-

minar el coste marginal real correspondiente a distintos niveles de *output*. Al no disponerse de datos tan detallados, conviene generalizar: se procesan más operaciones a medida que se dispone de un número mayor de cuentas, y se realizan y se supervisan más créditos nuevos en los bancos con mayor activo. En este caso, en las entidades de depósito con un mayor activo total la financiación y los costes de explotación deben ser, asimismo, más elevados. Ciertamente, esto se mantiene cuando se comparan entidades con niveles de activo bastante diferentes, y no cuando se comparan instituciones de tamaño similar, en las que las diferencias en la combinación productiva pueden ocultar la relación. En general, los costes financieros y de explotación (CT) serán mayores si la entidad: 1) incrementa sus activos totales (AT), que representan un mayor nivel de servicio a depositantes y prestatarios, y/o 2) experimenta mayores gastos financieros medios ( $P_{DEP}$ ), paga salarios medios (PL) mayores o afronta costes derivados de los activos materiales (PK) superiores. Una forma sencilla de expresar tales relaciones es a través de una función de costes: coste bancario total = f (nivel de *output*, precios medios de los *input*).

La función de costes *Cobb-Douglas* es una herramienta sencilla, aunque poderosa, para especificar la relación estadística existente entre el coste total, el nivel de producción y los precios de los *input*:  $CT = A(AT)^b(P_{DEP})^c(PL)^d(PK)^e$ . Tomando logaritmos a ambos lados de la ecuación, la función de costes puede estimarse a partir de la ecuación lineal logarítmica siguien-

te:  $\ln CT = a + b \ln AT + c \ln P_{DEP} + d \ln PL + e \ln PK$  (donde  $a = \ln A$ ). El coste marginal estimado (en puntos básicos) asociado con un mayor tamaño del activo se determina del modo siguiente, a partir de la ecuación lineal logarítmica:  $CM_{TA} = (\partial \ln CT / \partial \ln AT)(CT/AT)$ . El coste medio unitario del activo total se aproxima a partir de la *ratio* estimada (no observada) entre el coste total y el activo total ( $CME = CT/AT$ ). Asimismo, la *ratio* entre el coste marginal y el coste medio ( $CM/CME$ ) ofrece una estimación de las economías de escala, que reflejan el cambio porcentual en el CT asociado al cambio porcentual del AT (que no es más que la elasticidad en costes  $\partial \ln CT / \partial \ln AT = b$ ).

En promedio, las cajas de ahorros experimentaron economías de escala entre 1986 y 1998. La medida de la escala fue bastante estable y osciló entre 0,94 y 0,97 en estos 13 años. Para una caja de ahorros media, esto supone que un aumento de un 10 por 100 en el activo corresponde a un incremento de sólo entre un 9,4 y un 9,7 por 100 del coste total, de modo que, manteniendo lo demás constante, el coste medio se reduciría. Por supuesto, otros factores intervienen en los cambios de un año a otro. Las mayores variaciones afectan a los tipos de interés de referencia del mercado, que alteran los costes de financiación y modifican al alza o a la baja los costes medios y marginales a lo largo del tiempo. Aun así, en presencia de economías de escala, el coste marginal debería ser inferior al coste medio. En el gráfico 6, se muestra esta evolución en puntos básicos (PB), donde el coste medio año a año

GRÁFICO 6  
RENTABILIDAD, COSTE MEDIO Y COSTE MARGINAL ESTIMADO (1986-1998)

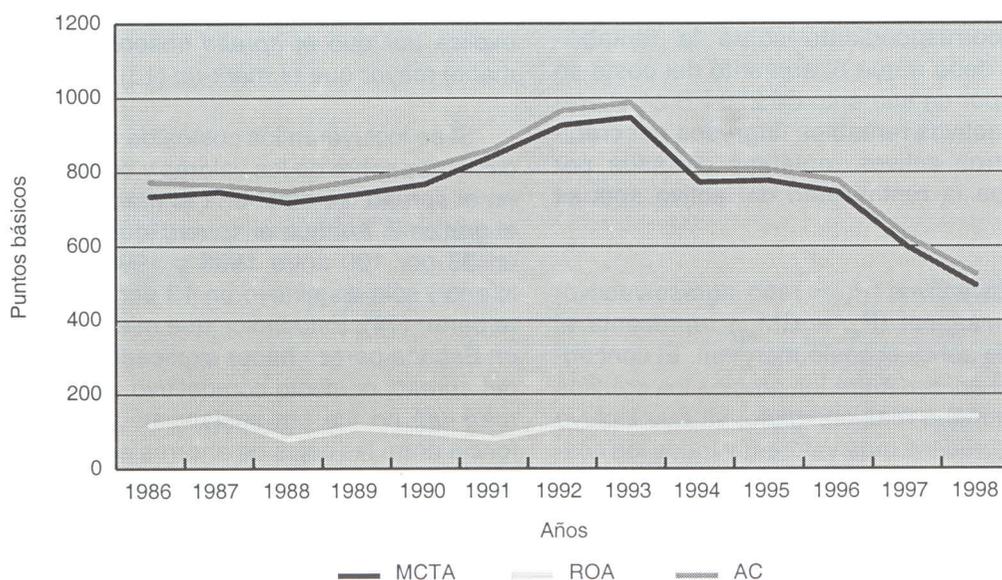
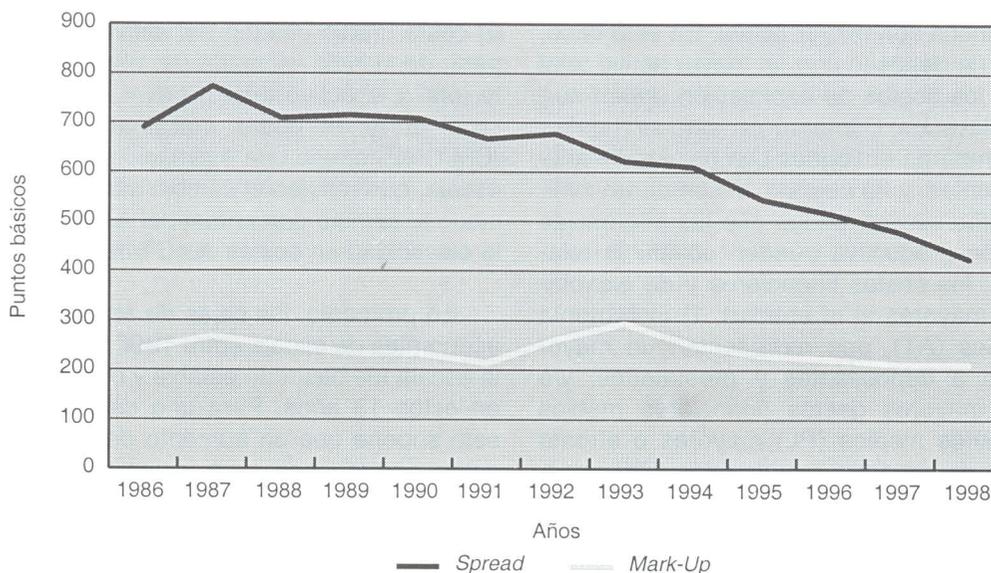


GRÁFICO 7

**SPREAD ENTRE PRECIOS DE CRÉDITOS Y DEPÓSITOS, Y MARK-UP DEL PRECIO SOBRE EL COSTE MARGINAL (1986-1998)**



es superior al coste marginal y (naturalmente) ambos superan la rentabilidad sobre el activo o ROA (curva inferior).

## 2. El *mark-up* del precio sobre el coste marginal

Entre 1986 y 1998, el promedio del coste medio unitario era de 787 PB, la media del coste marginal de 755 PB y la media de la rentabilidad del activo de 115 PB. Como se observa en el gráfico 6, el aumento de 209 PB en el coste medio entre 1989 y 1993 no produjo el efecto correspondiente sobre la rentabilidad (12). Ello se debe a que el aumento del coste se vio compensado por un aumento de 270 PB en el precio medio de los activos rentables (ingresos por créditos, valores y otros activos rentables divididos por AT), de modo que la rentabilidad del activo apenas queda alterada.

El precio de los activos ( $P_{AT} = \text{ratio ingresos/activo}$ ) menos el coste marginal ( $P_{AT} - CM_{AT}$ ) representa el *mark-up* del precio sobre el coste marginal. El concepto es similar al del *spread* entre los precios los créditos y los depósitos, aunque más completo, ya que incluye todos los activos (créditos más valores) y todos los costes (de financiación y de explotación). Como quiera que el *mark-up* es más completo, constituye un indicador más certero de la competencia que el *spread*. Ambos valores aparecen por años en el gráfico 7. Como se indicó previamente, el *spread* entre los precios de los

créditos y los depósitos es mayor que el *mark-up* por dos razones. En primer lugar, el *spread* no incluye los costes de explotación asociados a la concesión de nuevos créditos y a la supervisión de los ya existentes. Tampoco incluye los costes de prestar a los depositantes servicios de pago, contabilidad y custodia. Si dichos costes se añadieran, el *spread* se reduciría. En segundo lugar, la rentabilidad de los valores suele ser inferior a las de los créditos a causa de su menor riesgo y su mayor liquidez. Si el *spread* incorporara tanto los rendimientos de los créditos como los de los valores y otros activos rentables, su valor se reduciría aún más. Esto explica por qué el *spread* observado es significativamente mayor que el *mark-up* (13).

Si se incluyeran los costes de explotación y los rendimientos sobre de los valores y otros activos rentables en el *spread*, se obtendría el *mark-up* que aparece en el gráfico 7. Aunque el *spread* (curva superior) cayó en un 38 por 100 entre 1986 y 1998, el *mark-up* (curva inferior) sólo disminuyó un 13 por 100 (sólo una tercera parte) (14). Esto indica que mientras la competencia en España parece haber explicado una gran reducción del *spread*, el efecto competitivo global (medido por el *mark-up*) no fue tan sustancial. ¿Aumentó la competencia entre las cajas de ahorros entre 1986 y 1998? La respuesta es afirmativa, y su mayor efecto se produjo sobre los precios de créditos y depósitos, lo que se refleja en la reducción del *spread*. No obstante, el efecto general se recoge más claramente en el *mark-up*. Aunque éste sólo se redujo un 13 por 100, esta dismi-

nución indica que la competencia entre las cajas de ahorros se intensificó entre 1986 y 1998 (15).

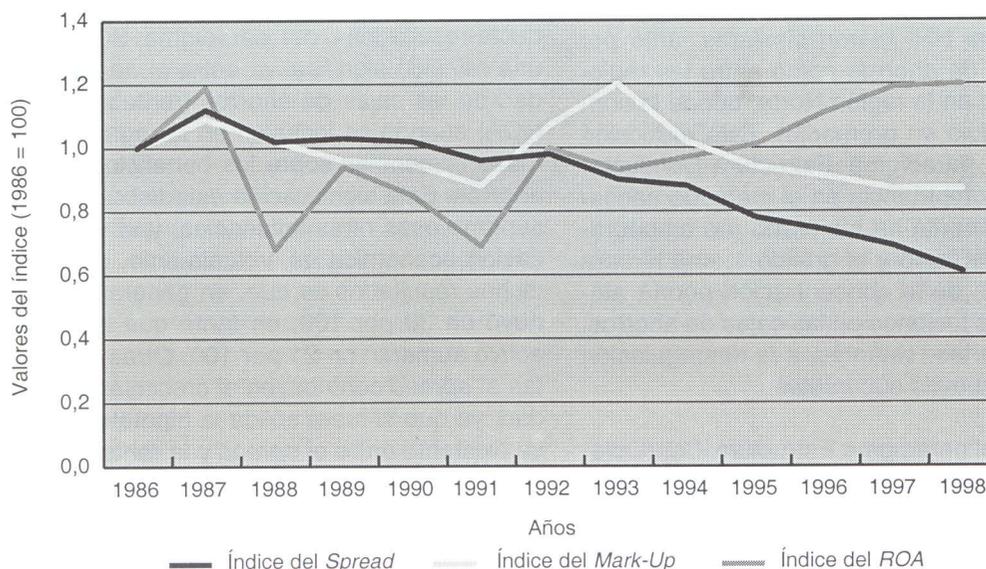
### 3. El *mark-up* y la rentabilidad de las cajas de ahorros

La evolución observada en la rentabilidad (del activo) de las cajas de ahorros, en el *mark-up* del activo total ( $P_{AT} - CM_{AT}$ ) y en el *spread* entre los precios de créditos y depósitos, se muestra en el gráfico 8. Como quiera que dichos datos son muy diferentes en valor absoluto, se expresan como números índice (1986 = 100), e ilustran los cambios porcentuales en estas tres series entre 1986 y 1998. Como se señaló previamente, entre 1986 y 1998 el *mark-up* se redujo en un 13 por 100, mientras que el diferencial de precios cayó un 39 por 100. A la vista de tales reducciones, podría esperarse que la rentabilidad también hubiera disminuido. No obstante, ésta aumentó un 21 por 100. La relación inversa observada entre la rentabilidad y el *spread* es estadísticamente significativa, mientras que la relación inversa entre la rentabilidad y el *mark-up* no lo es (16). Estas relaciones negativas confirman la conclusión anterior de que los cambios en la rentabilidad de las cajas de ahorros están impulsados en gran medida por influencias no relacionadas con la concentración ni con decisiones sobre fijación de precios, consideradas habitualmente por las autoridades encargadas de la competencia. El problema es que dichas relaciones esperadas dan por sentado efectivamente que todas

las demás influencias que afectan a la rentabilidad de las cajas de ahorros son pequeñas o, de ser grandes, no varían. Como se señaló previamente, cuando esas influencias cambian, compensan totalmente y dominan las relaciones positivas esperadas entre concentración y rentabilidad, e incluso entre las decisiones de fijación de precios y la rentabilidad.

¿Qué significado tienen estos resultados respecto al paradigma Estructura-Conducta-Resultados (SCP) que usan habitualmente las autoridades de la competencia? Significa que ni la concentración de mercado ni la rentabilidad son buenos indicadores del nivel de competencia existente en el sector bancario. Mientras que una mayor concentración y/o unos precios más altos pueden relacionarse con la rentabilidad, en otras industrias significativamente más concentradas tales influencias tienen un escaso poder de predicción (en la banca). En lugar de confiar en el escaso poder predictivo del paradigma SPC para deducir el nivel de competencia de un mercado y/o determinar la política de fusiones, parece mucho más adecuado emplear una medida directa del comportamiento competitivo: el *spread* entre el precio de créditos y depósitos y/o el *mark-up* del precio sobre el coste marginal. En este sentido, la fijación de precios de los servicios bancarios en el tiempo y a través de las distintas regiones puede indicar con mayor precisión el nivel de competencia existente en un mercado. Si el *spread* o el *mark-up* experimentan un aumento significativo en el tiempo o en una región determinada, esto será un claro indica-

GRÁFICO 8  
RENTABILIDAD, MARK-UP Y SPREAD (1986-1998)  
(EXPRESADOS COMO NÚMEROS ÍNDICE, MOSTRANDO LOS CAMBIOS PORCENTUALES)



dor de que el comportamiento de la fijación de precios ha pasado a ser menos competitivo, y permitir fusiones entre entidades financieras en tales condiciones probablemente no es aconsejable. En esas circunstancias, parece conveniente identificar y reducir las barreras existentes para impedir la entrada de nuevas entidades, en la medida de lo posible, para fomentar un comportamiento más competitivo. De acuerdo con este criterio, los mercados bancarios españoles son hoy claramente más competitivos que anteriormente.

#### IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este trabajo se ha evaluado el efecto de las fusiones y la liberalización geográfica sobre los costes, los precios, la rentabilidad y la competencia de las cajas de ahorros. La motivación fundamental del análisis la constituye la posibilidad de que, dado que las fusiones pueden aumentar la concentración del mercado, puedan, asimismo, reducir la competencia. Si ésta se reduce, los consumidores pueden recibir una menor remuneración por sus depósitos y/o pagar tipos más altos sobre sus créditos.

Es difícil determinar cuáles son los efectos de las fusiones sobre la competencia. La oleada de fusiones de las cajas de ahorros se produjo entre los años 1989 y 1993, al mismo tiempo que desaparecían las restricciones a la creación de nuevas sucursales (1989). Se produjo, asimismo, una mejora sustancial de las condiciones económicas agregadas. En todo caso, entre 1986 y 1998, la concentración de mercado en este sector en España se redujo sustancialmente. Para el conjunto del sector de las cajas de ahorros, el Índice Herfindahl-Hirschman de concentración de mercado (HHI) cayó desde alrededor de 5.500 en 1986 hasta situarse en torno a 4.000 en 1998: una reducción del 28 por 100. Los cambios del HHI fueron similares tanto por tamaño de las cajas de ahorros como entre las regiones españolas (salvo en la región Norte, donde la concentración no se redujo en promedio). Esta reducción indica (siguiendo el paradigma Estructura-Conducta-Resultados) que la competencia en el mercado bancario español probablemente ha mejorado (no empeorado). Como sugieren el texto y el gráfico 1, una tercera parte de la reducción de la concentración podría atribuirse al efecto de las fusiones de las cajas de ahorros, y las dos terceras partes restantes, a la desregulación para la apertura de nuevas sucursales.

De acuerdo con el paradigma Estructura-Conducta-Resultados (SCP) aceptado por las autoridades encargadas de la competencia, una menor concentración de mercado debería traducirse en mayores tipos de interés para los depósitos y/o menores tipos de interés

para los créditos, o, lo que es lo mismo, una reducción del diferencial de precios. El *spread* se redujo en un 38 por 100 entre 1986 y 1998, reducción que fue muy similar tanto para distintos tamaños de las cajas como por regiones (más de lo que lo fue la reducción de la concentración). Una medida más completa del cambio en el comportamiento en los precios de las cajas de ahorros se obtiene a partir del *mark-up* del precio del activo (ingresos totales/activo total) respecto al coste marginal estimado o  $P_{AT} - CM_{AT}$ . Es más completa porque cubre los precios de los créditos, de los valores y otros activos rentables, así como los costes financieros y de explotación correspondientes a los depósitos y otros pasivos. El *mark-up* para los activos totales se redujo entre 1986 y 1998, aunque sólo en un tercio (13 por 100) respecto a la disminución que marca el *spread* entre los precios de créditos y depósitos.

De acuerdo con el paradigma SCP, la reducción de un 28 por 100 en la concentración de mercado que experimentaron las cajas de ahorros españolas entre 1986 y 1998 debe asociarse con una reducción del diferencial o *spread* existente entre los precios de créditos y depósitos (o del *mark-up*). Asimismo, la reducción del 38 por 100 del *spread* se asociaría con menores beneficios. Sin embargo, las pruebas de dichas relaciones en España no apoyan satisfactoriamente ninguna de dichas hipótesis del modelo SCP. Al estimar la parte «estructura-fijación de precios» del paradigma SCP, la reducción de la concentración de mercado no resultó ser estadísticamente significativa como determinante de la reducción del *spread* cuando se incluyen otras variables influyentes en la misma regresión. Y cuando se especifica una relación bivalente entre la concentración y el *spread*, la significación económica de la relación es prácticamente nula (ya que  $R^2 = 0,002$ ).

Por otro lado, en la estimación de la parte «conducta-resultados» del paradigma SCP, se encuentra una relación significativa entre el *spread* y la rentabilidad de las cajas de ahorros (rentabilidad del activo o ROA) cuando se incluyen en la regresión otras numerosas influencias sobre los beneficios de las cajas de ahorros. Esta significación estadística se desvanece al suprimir esas otras influencias, y el valor de la significación económica es, virtualmente, cero. La razón de dichos resultados es que, en general, el *spread* disminuyó un 38 por 100, en tanto que la rentabilidad del activo aumentó un 21 por 100. Otras influencias distintas al *spread* contribuyen al crecimiento de la rentabilidad, ya que si fuera sólida la hipotética relación positiva existente entre el *spread* y la rentabilidad del activo, ésta última se habría reducido (y no aumentado, como ocurrió en la práctica). Esto indica que la parte «conducta-resultados» del paradigma SCP es muy débil y, en general, queda sobradamente compensada por

otras influencias que afectan a la rentabilidad a lo largo del tiempo (como, por ejemplo, el ciclo económico).

Los resultados anteriores sugieren que no es útil deducir el comportamiento de los precios a partir de las medidas de concentración de mercado bancario español. El comportamiento de los precios tampoco influye sustancialmente sobre la rentabilidad a no ser que otras influencias se mantengan constantes (lo que no ha ocurrido en la práctica). Es más exacto deducir el comportamiento competitivo/no competitivo de los precios a partir de los cambios de tendencia observados en *spread* de las cajas de ahorros (a lo largo del tiempo y por regiones) o bien a partir del *mark-up* del precio respecto al coste marginal estimado (17). Asimismo, las autoridades encargadas de la competencia podrían suplir útilmente su actual confianza en el paradigma Estructura-Conducta-Resultados por estos valores del *spread* y del *mark-up*, recurriendo a ellos a la hora de evaluar las fusiones propuestas y/o el nivel de competencia en un determinado mercado.

## NOTAS

(1) Por contra, dicha información está a disposición del público en Estados Unidos y en Canadá.

(2) Se calcula como la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de las entidades que operan en un determinado mercado.

(3) Si un banco posee el 40 por 100 de las sucursales de una región, se presume que cuenta también con el 40 por 100 del activo o de los depósitos de la región.

(4) Esto es, el  $R^2$  de las ecuaciones explicativas de la regresión, aun tratando de tener en cuenta una multitud de influencias paralelas a la concentración de mercado, concluye habitualmente «explicando» menos del 10 por 100-20 por 100 de la variación observada en los beneficios.

(5) En ese año había 23 cajas de ahorros pequeñas, 15 medianas y 12 grandes.

(6) Las cajas de ahorros se distribuyeron por regiones del modo siguiente: Nacional (Caja Cataluña, Caja Madrid, Bancaja, Caixa Galicia y La Caixa); Sur (Cajasur, General Granada, San Fernando, Caja Jaén, Huelva-Sevilla y Unicaja), Centro y Noroeste (Caja Badajoz, Burgos CCO, Burgos Municipal, Caja Guadalajara, Caja Orense, Caja Pontevedra, Caja Segovia, Caja Vigo, Caja Avila, Caja España, Caja Extremadura, Caja Duero y Caja Castilla-La Mancha), Este y Noreste (Carlet, Caja Rioja, Caixa Girona, Caixa Manlleu, Caixa Manresa, Layetana, Caja Murcia, Caja Ontenyent, Caja Baleares, Insular Canarias, Caja Pollensa, Caja Sabadell, General Canarias, Caja Tarragona, Caixa Tarrasa, Caixa Penedés, Ibercaja, Inmaculada y Mediterráneo), Norte (Asturias, Pamplona, Navarra, Santander-Cantabria, BBK, Vital, y Caja Guipúzcoa y San Sebastián).

(7) Los aumentos de la *ratio* «depósitos/sucursales» suponen que se puede reducir el coste medio del capital bancario y de la mano de obra para atender a los depositantes. Esto podría permitir al banco pagar un tipo de interés mayor a los depósitos.

(8) Esta variable es determinante para el tipo de interés de los créditos.

(9) Se observó una correlación positiva cuando se estimó el modelo con todas las variables medidas en términos medios. Los resultados se corrigieron por autocorrelación serial de primer orden, usando un procedimiento de regresión de Cochrane-Orcutt. El valor estimado del coeficiente de correlación correspondiente fue 0,527 y resultó estadísticamente significativo.

(10) Como puede apreciarse en el apéndice, esta relación es estadísticamente significativa, aunque de una importancia económica nula (ya que  $R^2 = 0,002$ ). La corrección por autocorrelación elimina la significación estadística.

(11) En el apéndice se muestra la regresión que relaciona ROA con el diferencial de precios (*SPREAD*), la eficiencia en costes (la *ratio* «depósitos/sucursales»), el riesgo (la relación entre saneamiento de crédito y activo total) y las influencias del ciclo económico (las tasas de crecimiento del PIB real y del índice de inflación), más cinco variables ficticias correspondientes a las regiones y otra para los bancos que se fusionan. Se aplica la mencionada corrección por autocorrelación.

(12) El coste medio se elevó de 778 PB a 987 PB entre 1989 y 1993, mientras que los beneficios se redujeron de 110 PB a 108 PB en el mismo período.

(13) Un indicador alternativo del grado de competencia alcanzado en el mercado puede obtenerse partiendo del análisis del modo en que los cambios de los costes bancarios se reflejan, o no, en los cambios de los ingresos bancarios. Concretamente, los ingresos totales (IT) igualan al precio (P) multiplicado por la cantidad (Q). La ecuación estimada es  $PQ = \text{coste unitario} + \text{variables que indican la cantidad del producto}$ , tales como el tamaño del banco y su combinación de activos (DeBandt y Davis, 2000). La derivada  $\partial PQ/\partial \text{coste unitario}$  es el denominado H-estadístico de Panzar y Rosse (1987), y varía entre 0 (mercado no competitivo) y 1 (mercado competitivo). Si  $H = 0$ , los cambios del coste no afectan a los ingresos. Esto sugiere que el precio del producto (P) no está relacionado con el coste, una característica de los mercados en que la competencia es muy escasa. El *mark-up* propuesto se enfrenta a este tema de forma diferente, aunque debería producir resultados similares respecto a la forma en que la competencia ha cambiado con el tiempo (así como también ofrece un estimador de los efectos económicos de la competencia, esto es, el grado en que el precio supera al coste marginal).

(14) Después de 1991, los rendimientos de los valores (aunque aún inferiores en términos absolutos a los tipos de interés de los créditos) aumentaron, en tanto que los tipos de interés de los créditos cayeron después de 1993. Dado que el *mark-up* incluye la rentabilidad de los valores y otros activos rentables que no se incorporan en el *spread*, las reducciones observadas en estos dos indicadores difieren significativamente, como muestra el gráfico 7.

(15) El *mark-up* para los activos totales se estimó asimismo de forma separada para las cajas de ahorros que se fusionaron. Entre 1986 y 1998, el valor de este indicador para las cajas que se fusionaron se redujo en un 8 por 100, a diferencia del 13 por 100 observado para el conjunto total de las cajas de ahorros. Si se observa el *mark-up* medio en los tres períodos definidos (el anterior, el coincidente con la oleada de fusiones y el posterior a éstas), la razón de la menor reducción general es que el *mark-up* de las cajas que se fusionaron aumentó inicialmente en un 5 por 100 (al pasar del período anterior al coincidente con las fusiones) y luego se redujo un 13 por 100 (con posterioridad a las fusiones). Esto reflejó la pauta de los cambios en los costes unitarios de las cajas que se fusionaron, que primero subieron un 12 por 100 (al pasar del período anterior al coincidente con las fusiones) y luego bajaron un 18 por 100 (con poste-

rioridad a las fusiones). Si bien la rentabilidad del activo se mantuvo estable en el primer cambio, luego subió un 22 por 100 en el segundo. Esto indica que la mejora de las condiciones económicas (más que la reducción de los costes, compensada en gran parte por la reducción del *mark-up*) fue la fuente del aumento de la rentabilidad de las cajas que se fusionaron.

(16) Estos resultados (que no se muestran) se mantienen al aplicar el método de mínimos cuadrados ordinarios o un procedimiento de regresión de Cochrane-Orcutt con datos formulados en términos absolutos o logarítmicos.

(17) En un análisis pormenorizado de dos series de tipos de interés de bancos comerciales y cajas de ahorros (el tipo de interés hipotecario y el de los depósitos a plazo de entre 1 y 2 años), Fuentes y Sastre (2000) no hallaron diferencias importantes entre los tipos de las cajas que se fusionaron y los de un grupo de bancos. Esto coincide con nuestros resultados.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANGELINI, PAOLO, y CETORELLI, NICOLA (1999), «Bank competition and regulatory reform: The case of the Italian banking industry», *Working Paper*, Research Department, Federal Reserve Bank of Chicago, diciembre (WP-99-32).
- BERGER, ALLEN (1995), «The profit structure relationship in banking. Tests of market-power and efficient-structure hypotheses», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27: 404-431.
- BAUMOL, WILLIAM; PANZAR, J., y WILLIG, R. (1982), *Contestable Markets and the Theory of Industrial Structure*, Nueva York, Harcourt Brace Jovanovich.
- DEBANDT, OLIVER, y DAVIS, PHILIP (2000), «Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU», *Journal of Banking and Finance*, 24: 1045-1066.
- FUENTELSAZ, LUCIO (1996), «Dinámica de la competencia entre cajas de ahorros españolas», *Investigaciones Económicas*, 20: 125-41.
- FUENTES, IGNACIO, y SASTRE, TERESA (2000), «Mergers and acquisitions in the Spanish banking industry: Some empirical evidence», *Working Paper*, Banco de España (No. 9924), Madrid.
- GILBERT, ALTON (1984), «Bank market structure and competition: A survey», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16: 617-656.
- HANNAN, TIMOTHY (1991), «Foundations of the Structure-Conduct-Performance paradigm in banking», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23: 68-84.
- LLOYD-WILLIAMS, MICHAEL; MOLYNEUX, PHIL, y THORNTON, JOHN (1994), «Market structure and performance in Spanish banking», *Journal of Banking and Finance*, 18: 433-443.
- MAUDOS, JOAQUÍN (1998), «Market structure and performance in Spanish banking industry using a direct measure of efficiency», *Applied Financial Economics*, 8: 191-200.
- MOLYNEUX, PHIL, y THORNTON, JOHN (1992), «Determinants of European Bank profitability: A note», *Journal of Banking and Finance*, 16: 1173-1178.
- PANZAR, J., y ROSSE, J. (1987), «Testing for monopoly equilibrium», *Journal of Industrial Economics*, 35: 443-456.

**El efecto de la concentración de mercado sobre el diferencial (*spread*) de precios de créditos y depósitos**

Los resultados de estimar la influencia sobre el *spread* de la concentración de mercado y otras variables pertinentes se muestran a continuación. Los datos corresponden a 50 cajas de ahorros en el período que va de 1986 a 1998, habiéndose tomado observaciones cada 6 meses (n = 1.300). Los estadísticos *t* figuran entre paréntesis. La corrección por autocorrelación se realizó usando un procedimiento de regresión iterativo de Cochrane-Orcutt, aplicado al componente de serie temporal del conjunto de datos del panel. Éste se basa en estimar  $\rho$  en una ecuación con término de error  $\varepsilon_t = \rho\varepsilon_{t-1} + v_t$ , diferenciando todas las variables en función de  $\rho$  ( $X_t - \rho X_{t-1}$ ) y estimando de nuevo la ecuación con los datos transformados.

[1] *Con corrección por autocorrelación de primer orden*

$$\begin{aligned}
 SPREAD = & \\
 = 0,0988 & + 0,0002 \text{ DHHI} - 0,000006 \text{ DEPBR} + 0,1214 \text{ LOSSRAT} - 0,00003 \text{ RGDPGRO} \\
 (18,89) & \quad (0,06) \quad (-5,37) \quad (4,10) \quad (-0,15) \\
 - 0,00039 \text{ COL} & + 0,0009 \text{ REGION} + 0,0007 \text{ MERGEDUM} & R^2 = 0,53 \\
 (-6,98) & \quad (1,62) \quad (0,43) & \rho = 0,527 \\
 & & (20,62)
 \end{aligned}$$

Variables empleadas:

*SPREAD*: tipo medio de interés de los créditos menos tipo medio de interés de los depósitos y otros recursos financieros.

DHHI: concentración de mercado de depósitos.

DEPBR: medida de la eficiencia en costes – *ratio* «depósitos/sucursales».

LOSSRAT: medida del riesgo del activo – *ratio* «saneamiento de crédito/activo total».

RGDPGRO: medida de la demanda de crédito – tasa de crecimiento real del PIB.

COL: medida de la inflación – tasa de crecimiento del índice de inflación.

REGION: variables ficticias indicando las 5 regiones españolas definidas (1, 2, 3, 4, y 5).

MERGEDUM: variable ficticia para las cajas que se fusionaron (0 antes de la fusión, 1 después de la fusión).

Con el objetivo de contrastar estos resultados, se muestra también la estimación de la relación entre el *spread* y la concentración de mercado de depósitos (exclusivamente). Se detallan en primer lugar los resultados sin corrección por autocorrelación positiva, seguidos de los resultados corregidos por el método de Cochrane-Orcutt.

[2] *Sin corrección por autocorrelación de primer orden*

$$\begin{aligned}
 SPREAD = 0,0603 & + 0,0050 \text{ DHHI} & R^2 = 0,002 \\
 (45,16) & \quad (1,89)
 \end{aligned}$$

[3] *Corregido por autocorrelación de primer orden*

$$\begin{aligned}
 SPREAD = 0,0589 & + 0,0052 \text{ DHHI} & R^2 = 0,48 & \rho = 0,712 \\
 (21,53) & \quad (0,85) & & (6,27)
 \end{aligned}$$

**El efecto del *spread* entre los precios de créditos y depósitos sobre la rentabilidad**

El mismo procedimiento de regresión corregida por autocorrelación se aplicó a un modelo similar a [1] para determinar el efecto que pudo haber tenido el diferencial de precios de créditos y depósitos (*SPREAD*) sobre la rentabilidad (rentabilidad del activo) de las cajas de ahorros entre los años 1986 y 1998. Los resultados fueron los siguientes:

[4] *Con corrección por autocorrelación de primer orden*

$$\begin{aligned}
 ROA = 0,0047 & + 0,0734 \text{ SPREAD} + 0,000001 \text{ DEPBR} - 0,2847 \text{ LOSSRAT} + 0,0002 \text{ RGDPGRO} \\
 (2,44) & \quad (5,49) \quad (2,93) \quad (-17,44) \quad (2,89) \\
 + 0,00003 \text{ COL} & + 0,00008 \text{ REGION} - 0,0021 \text{ MERGEDUM} & R^2 = 0,25 \\
 (1,98) & \quad (0,42) \quad (-3,68) & \rho = 0,237 \\
 & & (8,62)
 \end{aligned}$$

donde:

ROA = rentabilidad del activo – *ratio* «beneficios antes de impuestos/activo total».

[5] *Sin corrección por autocorrelación de primer orden*

$$\text{ROA} = 0,0119 - 0,0064 \text{ SPREAD} \quad R^2 = 0,0005$$

(16,77)                      (- 0,58)

[6] *Con corrección por autocorrelación de primer orden*

$$\text{ROA} = 0,0114 + 0,0017 \text{ SPREAD} \quad R^2 = 0,04 \quad \rho = 0,219$$

(14,23)                      (0,14)                      (7,93)

Esto sugiere que sólo cuando se tienen en cuenta las condiciones económicas (como la probable expansión de la demanda de crédito, la morosidad y la inflación subyacente), el *spread* puede desempeñar un papel importante.

# Un análisis económico de las cajas de ahorros italianas

Cesare Bioni  
Stefano Cosma

## I. EVOLUCIÓN DE LA LEGISLACIÓN

### 1. La Ley Amato (1990)

El proceso de reforma del sistema italiano de cajas de ahorros se inició hace diez años y está todavía en marcha, si bien la aprobación del Decreto Ciampi en agosto de 1999 puso término a los cambios legislativos pertinentes. Los analistas podrán considerar el proceso llegado a su término cuando todas las medidas introducidas por ese decreto hayan surtido efecto, es decir, cuando las fundaciones que originalmente eran propietarias de las cajas de ahorros hayan cedido sus participaciones de control, lo que significa que sólo entonces podrá afirmarse con certeza que la privatización ha tenido lugar, posiblemente en un plazo de cinco o seis años.

El proceso se inició al finalizar la década de los ochenta, cuando el problema de la adecuación del capital propio de muchas entidades, especialmente en el sector privado, había adquirido carácter de urgencia. Esta situación llevó a las autoridades a buscar la manera en que pudieran satisfacer las necesidades de capitalización de los bancos, plenamente conscientes de que el erario público sólo sería capaz de aportar un pequeño porcentaje de los recursos necesarios.

El debate de amplio alcance que se centró en ese problema dio lugar a la Ley Amato, que, en su formulación definitiva, tenía connotaciones que iban más allá de la recapitalización de los bancos públicos como tales.

Esta ley abordó tres cuestiones fundamentales:

1) la reestructuración y recapitalización de los bancos públicos;

2) la consolidación dentro del sector bancario;

3) los grupos bancarios.

Los primeros dos puntos son de máximo interés para los fines propios de este artículo.

Dado que el objetivo fundamental era la recapitalización, la ley abrió el camino para que los bancos públicos se transformaran por sí mismos en sociedades por acciones, la forma de empresa que se consideró como la más apropiada para movilizar el capital de riesgo y, por ello, con las mayores probabilidades de estimular a los inversores privados a adquirir la estructura de propiedad de los bancos. La ley prohibía, asimismo, que los inversores privados tuvieran más de un 49 por 100 del capital, para que se mantuviera la propiedad pública (1). Ello demostró ser un serio obstáculo para el logro del objetivo de la reforma; dado que los inversores privados no veían la posibilidad de hacerse con el control de las cajas, se hizo patente que mostrarían escaso interés por invertir en acciones bancarias, especialmente en vista de la incertidumbre respecto a sus rendimientos potenciales.

Una característica positiva fue la asignación a las sociedades por acciones de la función de producir ingresos, con lo que se sentaron las bases para que los bancos públicos se adhirieran a los principios empresariales que el Banco de Italia les había instado a adoptar en más de una ocasión.

La ley asignó fondos por la cuantía de 1,8 billones de liras, a desembolsar durante un período de cinco años, para financiar a los bancos de propiedad estatal, en tanto que las cajas de ahorros sólo podían recurrir al mercado de capitales para poder recapitalizarse. Cuando esto se consideró necesario, no hubo más alternativa que aceptar las oportunidades que ofrecía la

Ley Amato, y llegados a este punto sólo quedaban por decidir los procedimientos para la transformación, el límite en el que debía fijarse el capital de la compañía y el precio de las acciones (2).

La Ley Amato se propuso establecer una clara separación entre los objetivos de la entidad, negocio bancario a todos los efectos, que había que operar conforme a las normas del mercado, y los propósitos de la fundación asociada, que requerían una orientación hacia objetivos de interés público y en beneficio de la sociedad en su conjunto.

Desde un punto de vista técnico, la estrategia elegida consistía en separar la actividad bancaria de la fundación y transferirla a una compañía o sociedad por acciones creada al efecto.

De acuerdo con la ley, la fundación debía limitarse a administrar su participación accionarial, sin interferir en la marcha de la caja y dedicándose exclusivamente a procurar «objetivos de interés público y de utilidad social, especialmente en los sectores de la investigación científica, la educación, el arte y la salud».

Con el fin de reforzar la separación entre propiedad y gestión, se determinó que la fundación y la caja solamente podrían seguir siendo administradas y controladas por los mismos órganos durante un período de transición.

La ley también estableció normas referentes a la consolidación en el sector bancario y en los grupos bancarios. Como es de conocimiento general, el nivel de consolidación del sistema bancario italiano sigue siendo bajo aún hoy día, e inferior al de otros países como, por ejemplo, el Reino Unido, Francia y España. En particular, los bancos más grandes son más pequeños que sus principales competidores extranjeros que ocupan una posición equivalente en el sistema bancario de sus países de origen; esto puede crear dificultades en la realización de las actividades que demanda la clientela, o en aquellas a las que las entidades bancarias aspiran por su propia cuenta (3).

La necesidad de lograr una mayor concentración bancaria se ha hecho sentir durante mucho tiempo y es ampliamente reconocida. En particular, el Banco de Italia ha venido expresando desde hace tiempo que las operaciones de consolidación eran deseables por sus ventajas en términos de reforzamiento de las estructuras productivas, y los beneficios inherentes al aumento de tamaño (Banco de Italia, 1988).

La Ley Amato estimuló de forma directa el proceso de consolidación del sistema bancario ofreciendo

incentivos fiscales de diversa índole, el más importante de los cuales permitía a los bancos formados como resultado de fusiones y/o de transferencias de propiedad de las fundaciones hacer provisiones libres de impuestos para un fondo de reserva especial. Ello estaba en consonancia con el objetivo establecido de dotar al sistema bancario italiano de entidades capaces de adquirir una cuota importante del mercado único europeo.

## 2. La Directiva Dini (1994)

Como ya se ha expresado anteriormente, con el fin de mantener la propiedad pública de las entidades bancarias, la Ley Amato impedía a los inversores privados (cuya adquisición de tenencias en los bancos públicos era la razón principal subyacente en la ley) adquirir una participación mayoritaria del capital.

Se ha producido desde entonces una importante variación en la orientación, que ha hecho cambiar las perspectivas de los bancos y de las fundaciones que mantienen la mayoría de sus acciones.

Esto ocurrió en 1994 con la Directiva Dini, cuyo propósito fundamental era el de animar a las fundaciones a abandonar sus participaciones bancarias. Se pretendía con ello:

- a) acelerar el proceso de privatización del sistema bancario, creando condiciones favorables para ulteriores procesos de consolidación;
- b) propiciar la diversificación de las modalidades de inversión del capital de las fundaciones, con el fin de disminuir el nivel de riesgo y de aumentar su rentabilidad;
- c) reforzar el nivel de especialización de las actividades de las fundaciones.

Se concedió a las fundaciones un período de cinco años para que se desprendieran de un cierto porcentaje de sus carteras, con lo que se garantizaría:

- a) que los ingresos devengados por sus participaciones en las cajas de ahorros no serían superiores a la mitad del gasto total de la fundación, o
- b) que no se invertiría más de la mitad del capital en acciones de los bancos relacionados con las fundaciones.

La directiva estableció también criterios para la utilización de los fondos y el desempeño de las actividades de las fundaciones.

En la práctica, la directiva promovió una clara división entre la fundación —que se estaba deshaciendo de sus tenencias en la entidad— y el propio banco —que había de ser liquidado—, y subrayó de este modo las causas principales de la diferencia en los propósitos de las dos organizaciones: por una parte, un banco que opera en un mercado competitivo con el objetivo de generar beneficios, y por otra una fundación, una organización sin ánimo de lucro, inspirada en fines de utilidad social pero muy consciente de los resultados de sus acciones.

En lo que respecta a las fundaciones, la directiva hizo hincapié en tres factores:

- 1) la liquidación de sus acciones bancarias;
- 2) la diversificación de sus carteras;
- 3) la elección de actividades operativas, y así probablemente de un área de especialización.

### 3. El Decreto Ciampi (1999)

La Directiva Dini estuvo muy lejos de generar los efectos deseados. Durante los años que siguieron a su emisión, sólo unas pocas instituciones separaron los órganos de gobierno de las fundaciones de los de los bancos. Incluso, en 1999, los órganos de administración eran los mismos en algunas fundaciones, aun en el nivel más alto.

Desde este punto de vista, la situación experimentó un notable cambio a raíz de la aprobación en mayo de 1999 del llamado Decreto Ciampi, por el que se implementaba la Ley 461/1998, que definió el estatus legal de las fundaciones de origen bancario y los criterios para su administración. Específicamente, en lo que respecta al tema objeto de este análisis, el decreto estableció que las fundaciones:

- a) deben plantearse objetivos exclusivamente de utilidad social y de fomento del crecimiento económico, trabajando en particular en alguno de los siguientes sectores: investigación científica, educación, arte, conservación y promoción de la herencia cultural y de las actividades culturales, salud y asistencia a los socialmente desfavorecidos;
- b) sólo pueden emprender negocios si éstos están directamente relacionados con el logro de sus objetivos estatutarios y referidos exclusivamente a los sectores antes mencionados;
- c) sólo pueden tener intereses mayoritarios en organizaciones y compañías cuyo único objetivo social sea el de ayudar a las fundaciones para el logro de sus objetivos;

d) no pueden emprender actividades crediticias o proveer financiación de cualquier tipo, incluyendo préstamos o subsidios, incluso de manera indirecta, a organismos con fines de lucro o a negocios de cualquier tipo;

e) deben tener una representación apropiada, en sus órganos de gobierno, del área en la que están basados, incluyendo personas que por su profesionalidad y experiencia, especialmente en las áreas de operación elegidas, puedan aportar una contribución eficaz para el logro de los objetivos institucionales;

f) deben incluir en sus estatutos la especificación de que los miembros de sus órganos no pueden desempeñar cargos en los órganos ni ser consejero delegado del banco antes controlado.

Estas características asignan claramente a las fundaciones la condición legal de organismos de propiedad privada sin fines de lucro, gozando como tales de beneficios fiscales especiales.

Para poder mantener este estatus y los beneficios fiscales correspondientes, las fundaciones, en un plazo de cuatro años a contar desde la fecha de la entrada en vigor del decreto, deberán deshacerse de sus participaciones mayoritarias en la entidad asociada, así como de los bienes inmuebles no utilizados específicamente en sus actividades.

Por otra parte, si las fundaciones liquidan sus tenencias dentro del período permitido, se establece en el decreto que las plusvalías obtenidas en la venta de las acciones no estarán sujetas al impuesto de sociedades (IRPEG, por sus siglas en italiano) o a impuestos regionales sobre transacciones comerciales (IRAP, por sus siglas en italiano). En casos de operaciones de consolidación bancaria, se concede un incentivo fiscal adicional consistente en una reducción del tipo del IRPEG al 12,5 por 100 durante los cinco ejercicios fiscales siguientes.

No obstante, si la fundación no se ha deshecho de sus intereses mayoritarios en el banco asociado en un plazo de seis años a partir de la fecha de entrada en vigor del decreto, la autoridad reguladora intervendrá para disponer la venta del porcentaje de las carteras que se considere suficiente para garantizar la pérdida de control de la entidad.

Se exigió a las fundaciones que hasta el 6 de febrero de 2000 ajustaran sus estatutos a lo dispuesto en el Decreto Ciampi; a partir de esta fecha, los estatutos habrían de someterse a la aprobación de la autoridad reguladora. El paso siguiente fue la designación de los nuevos consejos de administración siguiendo los procedimientos contemplados en los estatutos.

## II. LA EVIDENCIA EMPÍRICA

En este capítulo se ponen de relieve las modificaciones producidas en el sistema de las cajas de ahorros como resultado de las regulaciones introducidas durante los últimos años.

En primer lugar, se presenta una descripción de las transformaciones que se han producido desde un punto de vista estructural, seguida por un análisis general del balance, así como de los principales indicadores del mismo, con referencia especial a los que miden la rentabilidad, la eficiencia y la adecuación de capital de los bancos.

### 1. Desarrollo estructural

Dos años después de la aprobación de la Ley Amato, todas las cajas de ahorros se habían convertido en sociedades por acciones (cuadro núm. 1) y pasaron a formar parte de la categoría correspondiente.

Por otra parte, el proceso de consolidación empezó muy lentamente, y sólo se ha acelerado durante estos últimos años. Se han utilizado procedimientos muy diversos: fusiones entre bancos, algunas veces con un banco absorbiendo a otro, y en otras ocasiones con la creación de un banco nuevo; la adquisición de intereses de control en bancos por parte de otras entidades, y la creación de compañías matrices que tienen el control de varias instituciones, a través de la transferencia de participaciones mayoritarias generalmente por parte de las fundaciones que originalmente habían sido propietarias de las acciones relacionadas.

El cuadro núm. 2 que se presenta a continuación enumera las principales operaciones de consolidación

que se han producido durante el período que es objeto de nuestra consideración.

Las fusiones involucraron principalmente a pequeñas cajas de ahorros localizadas geográficamente en áreas adyacentes. La operación de mayor envergadura durante el quinquenio 1990-1994, y también la primera en beneficiarse de los incentivos fiscales de la Ley Amato, dio lugar a la creación de Carimonte Banca. Este banco ya no existe actualmente, puesto que en 1996 se fusionó con Credito Romagnolo, un importante banco interregional, para constituir Rolo Banca 1473.

Durante el segundo período (1995-1999), las operaciones de mayor importancia fueron la fusión de la Cassa di Risparmio di Reggio Emilia y Bipop —uno de los principales bancos de Lombardía con amplia presencia en el Norte del país y un alto grado de especialización en el área de gestión de carteras— y la incorporación de Sicilcassa al Banco de Sicilia.

La entidad principal en las absorciones ha sido Cariplo, la mayor caja de ahorros de Italia, que, desde comienzos de la década de 1990, ha puesto en práctica una política agresiva de adquisición de participaciones en pequeñas cajas de ahorros localizadas por todo el país. Conjuntamente con las operaciones que dieron lugar a la adquisición de participaciones de control, Cariplo ha realizado con éxito otras operaciones con otras entidades de crédito, en las que ha adquirido participaciones importantes (25-30 por 100) en su capital, con la intención de establecer vínculos y colaboraciones destinadas a ampliar el ámbito de distribución de sus productos financieros.

Durante estos últimos años, junto a operaciones que han atraído a algunas cajas de ahorros menores a la órbita de entidades bancarias más grandes del mis-

CUADRO NÚM. 1  
SISTEMA BANCARIO. NÚMERO DE BANCOS

CATEGORÍAS DE BANCOS	1990	1991	1992	1994	2000
Bancos de derecho público .....	6	3	1	1	—
Bancos de interés nacional .....	3	3	—	—	—
Bancos de compañías por acciones .....	106	136	177	169	240
Bancos cooperativos .....	108	103	103	100	44
<b>Cajas de ahorros .....</b>	<b>84</b>	<b>47</b>	—	—	—
Bancos mutualistas .....	715	708	698	645	499
Bancos extranjeros .....	37	38	40	45	58
Instituciones centrales de crédito .....	5	5	5	4	—
<b>Total .....</b>	<b>1.064</b>	<b>1.043</b>	<b>1.024</b>	<b>964</b>	<b>841</b>

Fuente: Banco de Italia, informes anuales.

CUADRO NÚM. 2

TIPO DE RELACIONES ACCIONARIAS ENTRE FUNDACIONES Y ENTIDADES DE CRÉDITO INVOLUCRADAS EN FUSIONES (en noviembre de 1995 y marzo de 2000)

TIPO DE RELACIÓN	PARTICIPACIÓN MAYORITARIA		PARTICIPACIÓN MINORITARIA		TOTAL	
	1995	2000	1995	2000	1995	2000
	Fundaciones con tenencias en la entidad involucrada en la fusión .....	35	28	4	16	39
Fundaciones con tenencias en bancos formados por fusiones con el banco original .....	3	1	5	8	8	9
Fundaciones con tenencias en compañías con intereses de control en el banco original participante en la fusión .....	3	1	3	—	6	1
Fundaciones con tenencias en la entidad original participante en la fusión tanto directa como indirectamente (mediante una compañía matriz establecida por un grupo bancario antes de la operación) .....	14	—	14	6	28	6
Fundaciones con tenencias en un nuevo grupo crediticio .....	—	—	—	14	—	14
Fundaciones que liquidaron todas sus tenencias en el banco original .....	—	—	—	—	—	7
<b>Total .....</b>	<b>55</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>81</b>	<b>81</b>

Fuentes: «Secondo rapporto sulle fondazioni bancarie. Associazine fra le casse di risparmio italiane», Roma, 1997. «Quinto rapporto sulle fondazioni bancarie. Associazione fra le casse di risparmio italiane», Roma, 2000.

mo tipo (Banca Carige, Cassa di Risparmio di Firenze), se han producido muchas otras operaciones relativas a la absorción de cajas de ahorros por bancos ajenos a esta categoría, algunos de ellos de gran tamaño, como la Banca Commerciale Italiana, Unicredito Italiano y Monte dei Paschi di Siena.

Un gran número de grupos han ido cediendo, intereses de control a compañías matrices. En muchos casos, las fundaciones que poseían todo el capital de pequeñas cajas de ahorros que operaban en áreas adyacentes cedieron la mayoría de las acciones a una compañía matriz de reciente creación, creando sinergias destinadas a lograr buenos resultados en términos económicos y de mercado. En otras operaciones similares han intervenido cajas de ahorros más grandes, que han decidido crear organizaciones de considerable peso, por lo menos a escala interregional; ejemplos de estas operaciones son los procedimientos dirigidos a la formación de las compañías matrices Unicredito y Cardine Banca.

La operación de mayor importancia de este tipo ha sido, sin duda, la que se centró en Cariplo, que dio lugar al nacimiento de Banca Intesa, actualmente el mayor grupo bancario de Italia.

En el caso de Banca Intesa, Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde, Fondazione Cassa di Risparmio di Parma y Fondazione Cassa di Risparmio di Piacenza han liquidado todas sus tenencias en los bancos originales que participaron en la fusión,

mientras que en el caso de Unicredito Italiano, entre las fundaciones que han liquidado sus tenencias de acciones se encuentran Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Fondazione Cassa di Risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona y Fondazione Cassamarca. Así pues, gracias a este proceso evolutivo que se ha descrito, hay hoy día un pequeño número de fundaciones bancarias entre los mayores accionistas de los principales grupos bancarios de Italia.

En líneas más generales, se describen en el cuadro número 2 las relaciones existentes entre las fundaciones y el sistema bancario.

Como puede apreciarse en el cuadro, si bien el número de fundaciones capaces de influir en las decisiones políticas de los bancos italianos ha ido disminuyendo con el tiempo, un buen número de ellas están todavía en disposición de hacerlo, lo que significa que queda aún un largo camino por recorrer antes de que se cumplan los dictámenes del Decreto Ciampi y se haga realidad la privatización efectiva del sistema bancario.

## 2. Análisis de la rentabilidad y competitividad: un resumen de la metodología

El análisis que se presenta a continuación describe la evolución de las cajas de ahorros de Italia desde 1990 a 1999, analizando tres años correlacionados con tres períodos fundamentales.

- El período previo a la privatización, representado por el año 1990. Este año marca el fin de un período que comenzó con la aprobación de la ley bancaria de 1936; los datos correspondientes al balance general ofrecen un nítido perfil de las características de rentabilidad económica y de los caracteres estructurales de la típica caja de ahorros antes de su transformación en sociedad por acciones.

- El período posterior a la privatización. 1994 es el año en que el proceso de transformación de las cajas de ahorros en sociedades por acciones llegó a su fin, y las muchas innovaciones en la legislación bancaria que adoptaron las autoridades italianas empezaron a producir efectos en el sistema bancario italiano.

- El último período disponible. Examinando las diferencias que se aprecian al compararlo con 1994, el año 1999 puede poner de relieve los efectos de la transformación que han experimentado las cajas de ahorros e identificar las características fundamentales de éstas después de la aprobación del Decreto Ciampi.

El análisis centrado en estos tres momentos de tiempo examina los aspectos macroeconómicos y estructurales del sistema de cajas de ahorros, poniendo especial atención en la evolución de las áreas de actividad y la estructura de los ingresos de las cajas.

Una declaración preliminar fundamental se refiere al estatus de casi todas las cajas de ahorros como bancos locales, y parte de la herencia social y económica de la comunidad de referencia, vinculada con los objetivos tradicionales estatutarios y los conceptos de «bienestar» y de «obra social». La apreciación de su pequeño tamaño y su estrecha interdependencia con las comunidades a las que pertenecen son esenciales para la comprensión de las políticas estratégicas y de la orientación de las cajas de ahorros italianas. Estos dos factores explican la razón por la que los objetivos sociales perseguidos por los bancos italianos en general se combinan aquí con otros tipos de conducta estratégica que tienen su origen en la búsqueda de la legitimación social y la integración socioeconómica en el área geográfica de referencia, bastante justificables en términos racionales, puesto que ayudaron a crear condiciones favorables en el entorno en el que estas entidades establecieron sus relaciones tanto con clientes corporativos como particulares.

Estas características sociales son importantes si se quiere entender la evolución de las cajas de ahorros y son de gran utilidad para interpretar su perspectiva. La imagen, el dominio territorial, las sólidas relaciones con los clientes y el valor de marca que las cajas de ahorros fueron construyendo explican que en muchos ca-

sos hayan mantenido su propia identidad, incluso dentro de grandes grupos federales, y no sólo en el seno de pequeñas compañías matrices nacidas de la necesidad de esos bancos de alcanzar escalas más elevadas de producción y conseguir una mayor eficiencia en actividades administrativas.

El análisis se centra en la totalidad de las cajas de ahorros, con el fin de identificar su tendencia durante la década considerada. Para asegurar la identificación de diferencias significativas, se emplean cinco categorías dimensionales diferentes: muy pequeño, pequeño, mediano, grande y muy grande (cuadro núm. 3). Las categorías dimensionales utilizadas no coinciden con las que aparecen en las estadísticas del Banco de Italia, excepto en la terminología (4).

La clasificación utilizada se basa en el activo neto total, definido como el activo total neto de créditos con bancos (incrementado por cualquier saldo acreedor derivado de la diferencia entre créditos y débitos interbancarios) (5).

Como ha mostrado el análisis precedente, el sistema de cajas de ahorros ha experimentado durante la década un rápido incremento de la competencia, así como intensivas transformaciones estructurales y económicas.

Se dispuso de dos alternativas para decidir las categorías dimensionales a utilizar.

- 1) el uso de técnicas de muestreo y la identificación de grupos cerrados dentro de las diversas categorías dimensionales, a fin de dar la mayor relevancia a la comparación;
- 2) el uso de categorías dimensionales abiertas dentro de una nuestra correcta.

Se prefirió la segunda alternativa por dos razones principales: la primera, y la más importante, el bajo

CUADRO NÚM. 3  
DEFINICIÓN DE GRUPOS DIMENSIONALES  
Y TAMAÑOS DE GRUPO

GRUPOS	ACTIVO NETO TOTAL (BLN)	1990	1994	1999
Muy pequeño .....	0-2.000	48	35	26
Pequeño .....	2.000-4.500	17	21	23
Mediano .....	4.500-10.000	8	7	8
Grande .....	10.000-50.000	3	7	10
Muy grande .....	> 50.000	1	1	1
<b>Total .....</b>		<b>77</b>	<b>71</b>	<b>68</b>

Fuente: Banco de Italia. Apéndice metodológico al informe anual (varios años) y Bilbank.

nivel de representatividad de los grupos cerrados, que habría disminuido drásticamente el número de entidades consideradas debido al alto grado de movilidad entre las diversas categorías dimensionales; y en segundo lugar, la incapacidad para considerar los efectos que los procesos internos y externos de crecimiento han tenido tanto a escala microeconómica como agregada. Teniendo en cuenta estas consideraciones, se tomó la decisión de eliminar de la muestra aquellas cajas de ahorros que durante la década fueron adquiridas o se fusionaron con otros bancos fuera del sistema de cajas de ahorros. Ello al menos hizo posible mantener cerrada la muestra de los bancos considerados y eliminar el riesgo de ulteriores distorsiones de los datos introducidas por la variación en el número de bancos incluidos. Por consiguiente, en un período de tres años, el número de entidades analizadas disminuye exclusivamente como resultado de operaciones de consolidación entre las propias cajas de ahorros.

Finalmente, no se tiene en cuenta la afiliación a grupos bancarios confederados si el banco ha mantenido inalterada su propia estructura. Esta decisión se basó en el supuesto de que la afiliación puede considerarse como una estrategia organizativa capaz de modificar la cuenta de resultados en diverso grado, dadas las estrategias de subcontratación (*outsourcing*) u otras estrategias de colaboración.

Como ya se señaló anteriormente, se determinaron los grupos dimensionales tomando como base el activo neto total, identificando cuatro categorías de tamaño entre 0 y 50 billones de liras y una categoría por encima de los 50 billones. Esta última categoría se hizo necesaria debido a la existencia de una sola caja de ahorros (CARIPL0) que, siendo mucho más grande que las demás, hubiera distorsionado los datos de la clase de bancos grandes. Como se verá, el análisis centra su atención en las comparaciones entre las cuatro primeras categorías dimensionales.

El número de cajas de ahorros consideradas disminuye en el transcurso de los años, desde 77 cajas en 1990 a 68 en 1999, como resultado de un cierto número de operaciones de consolidación entre las cajas consideradas. En 1990 existía un total de 84 cajas de ahorros, que representaban cerca del 23 por 100 del sistema bancario italiano; las 77 cajas de ahorros que consideramos representan cerca del 86 por 100 del activo total y el 87 por 100 de los préstamos a clientes del sistema de cajas de ahorros (6).

Finalmente, las características económicas y socio-relacionales específicas, así como el objetivo del análisis de explicar la evolución del sistema de cajas de

ahorros después de su transformación en sociedades por acciones y el cambio desde el tipo de banco con orientación de servicio público a un modelo bancario más empresarial, hizo difícil la utilización de un grupo de control para hacer comparaciones y, finalmente, todo ello sirvió de base para tomar una decisión opuesta al uso del mismo. La necesidad de encontrar un grupo de referencia que fuera a la vez homogéneo y representativo de las características económicas y sociales, así como de las características particulares de dimensión antes mencionadas, indujo a elegir una solución de compromiso por la que se realiza de forma continua, pero informal, una comparación con el sistema mediante comentarios y comparaciones con los resultados de otros estudios e investigaciones.

### 3. Evolución de los parámetros de dimensión y de escala

---

La evaluación previa de las tendencias de los principales agregados del balance proporciona un cuadro inicial de la evolución de las cajas de ahorro italianas.

El cuadro núm. 4 presenta los valores medios del activo total neto y la *ratio* entre activo neto total (ANT) y activo total (AT) de las varias categorías de tamaño, junto con sus coeficientes de variación. Los valores confirman la adecuación de las categorías de tamaño elegidas, puesto que el coeficiente de variación se sitúa por debajo de 0,5 incluso para las clases más pequeñas.

El cuadro pone de manifiesto la evolución de la posición de las cajas de ahorros en el contexto del mercado interbancario a través de la *ratio* entre el activo neto total y el activo total, que da un indicador del endeudamiento neto de los bancos con el sistema bancario. Por otra parte, se ofrece la *ratio* del saldo interbancario (SI) respecto al activo neto total en 1999, con el fin de completar el análisis con la inclusión de una estimación del alcance del fenómeno. Una primera evidencia la ofrece la disminución general de los préstamos a otros bancos, que se relaciona con la consideración de créditos con el Banco de Italia, y de este modo con la disminución gradual de los requerimientos de reservas obligatorias a lo largo del tiempo. Otra razón que explica esta disminución puede ser el aumento de la importancia del mercado de depósitos interbancarios, que permitió una mejora de las técnicas de gestión bancaria de la tesorería, con una caída en el montante de las reservas libres y cuentas corrientes con otros bancos, y aumentó el coste de oportunidad de los recursos financieros mantenidos en esas cuentas corrientes.

CUADRO NÚM. 4  
DATOS PROMEDIO POR CATEGORÍA DIMENSIONAL

GRUPOS	ACTIVO NETO TOTAL			ANT/AT			SI/ANT
	1990	1994	1999	1990 (porcentaje)	1994 (porcentaje)	1999 (porcentaje)	1999 (porcentaje)
	Muy pequeño .....	1.017.065	1.101.370	1.260.893	94,44	94,76	97,07
Coef. var. ....	0,52	0,46	0,33				
Pequeño .....	3.016.323	3.130.591	2.906.822	90,77	88,62	97,95	3,64
Coef. var. ....	0,18	0,26	0,23				
Mediano .....	6.890.240	7.091.756	6.180.041	87,78	89,77	95,47	- 0,96
Coef. var. ....	0,29	0,28	0,27				
Grande .....	17.703.559	19.407.819	21.782.628	86,85	82,47	95,04	0,27
Coef. var. ....	0,29	0,25	0,32				
CARIPLO .....	61.652.084	97.968.551	183.475.665	82,51	75,71	92,30	- 8,34

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Bilbank.

Más específicamente, el cuadro pone de relieve la manera en que las cajas de ahorros cambiaron su orientación, convirtiéndose en tomadores netos en el mercado interbancario, por lo menos en el caso de los grupos más grandes. El signo negativo de la relación entre el saldo interbancario y el activo neto total señala que las cajas de ahorros se han ido poniendo gradualmente a la par con los demás bancos, perdiendo su connotación tradicional de bancos mucho más orientados hacia la captación de depósitos que hacia la concesión de préstamos. Sin embargo, las cajas de ahorros más pequeñas retuvieron un saldo interbancario positivo, aunque a menudo este valor debe ser leído en un contexto de grupo, o a la luz de su pequeño tamaño, que impide la canalización del ahorro hacia áreas productivas o sectores muy distanciados. Las cajas de ahorros muestran menos dinamismo en este segmento y siguen invirtiendo un considerable porcentaje de sus préstamos en otros bancos, ya que compa-

sando entidades de igual tamaño, las cooperativas de ahorro y préstamo tienden a jugar más el papel de tomadores en el mercado interbancario.

Al igual que el sistema bancario en su conjunto, en el transcurso del tiempo las cajas de ahorros se han visto afectadas por la desintermediación de préstamos y la desviación de su clientela hacia productos de inversión más rentables. Sin embargo, en el caso de las cajas de ahorros, esta desviación de la demanda hacia nuevos productos de inversión coincidió con un coste medio de pasivos sensible a tipos de interés más elevados que los de los demás tipos de entidades (Cesari, 1998).

El cuadro núm. 5 confirma lo dicho hasta ahora, proporcionando una mejor explicación de la manera en que las cajas de ahorros disminuyeron su función de prestamistas en el mercado interbancario debido a su

CUADRO NÚM. 5  
CIRCUITO DEPÓSITOS-PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS INDIRECTOS

GRUPOS	CRÉDITOS A CLIENTES/DÉBITOS DE CLIENTES			GESTIÓN DE ACTIVOS/DÉBITOS DE CLIENTES			VALORES DE TERCEROS EN DEPÓSITO/DÉBITOS DE CLIENTES		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999	1990	1994	1999
Muy pequeños .....	56,64	85,21	117,35	n.a.	10,27	29,36	n.a.	134,33	174,91
Coef. var. ....	0,24	0,28	0,22		1,42	0,88		0,57	0,50
Pequeños .....	66,14	88,95	109,54	n.a.	20,21	41,99	n.a.	146,84	118,92
Coef. var. ....	0,31	0,45	0,30		0,91	0,76		0,49	0,57
Medianos .....	65,77	90,06	121,90	n.a.	18,54	38,64	n.a.	124,48	137,44
Coef. var. ....	0,10	0,22	0,26		1,40	0,60		0,40	0,28
Grandes .....	67,27	122,76	130,73	n.a.	13,42	59,61	n.a.	173,47	251,60
Coef. var. ....	0,11	1,00	0,41		1,00	0,66		1,00	0,28
CARIPLO .....	49,96	178,14	172,17	n.a.	30,55	73,04	n.a.	294,85	265,60

Fuente: Bilbank.

capacidad gradualmente decreciente de cerrar el circuito depósitos-préstamos respecto a su clientela (7).

La desintermediación de pasivos, la reducción de los tipos de interés de los deudores y el desarrollo de nuevas modalidades de inversión no crediticia hicieron aumentar los volúmenes de depósitos indirectos generados por las cajas de ahorros, que ya en 1994 eran superiores al total de los pasivos directos.

A pesar de su aumento en volumen, el crecimiento de la gestión de activos fue relativamente modesto. Aparece claramente en estas áreas de actividad la distancia existente entre las cajas más pequeñas y las más grandes. Sin embargo, dentro de estas clases, aumenta el margen de los bancos individuales respecto a la media, confirmándose así que el desarrollo y adquisición de pericia financiera no son homogéneos entre los diferentes bancos. La *ratio* entre créditos a clientes y débitos de clientes en las cajas más grandes puede interpretarse en este sentido, ya que están más orientadas hacia los fondos de inversión o hacia la gestión de activos que a los depósitos ordinarios, y tienden además a financiar sus préstamos con pasivos que no sean depósitos. Sin embargo, las cajas de ahorros de todos los tamaños se muestran sumamente eficientes en la gestión de activos. La comparación con las cooperativas de ahorro y préstamo de igual tamaño pone de manifiesto su nivel más alto de implicación, contrarrestada por un nivel más bajo de depósitos indirectos medidos en términos de valores mantenidos en depósito.

Para una comprensión de la evolución de las cajas de ahorros, es preciso realizar una evaluación de su estrategia en lo que respecta a dimensiones distributivas y territoriales. Durante la década pasada, las cajas de ahorros, y en especial las pertenecientes a categorías de tamaño más pequeño, han adoptado por lo

general una estrategia de consolidación en el territorio de referencia, o una expansión en las provincias adyacentes. Por otra parte, las cajas de ahorros más grandes han adoptado un enfoque de mercado muy similar al de los demás bancos, diversificando sus redes de distribución incluso en áreas muy alejadas de sus territorios tradicionales (8).

El análisis de la tendencia en el número de empleados muestra una disminución, en términos absolutos, del personal de las cajas de ahorros. Este comportamiento está en consonancia con el del sistema bancario italiano en su conjunto. Sin embargo, en las clases de tamaño medio-bajo se ha sobreestimado el descenso debido al desplazamiento de los bancos más grandes hacia categorías de mayor tamaño (cuadro núm. 6).

En el sistema bancario italiano, el efecto de la disminución del número de empleados se ha generalizado debido a tres macrofactores:

- la introducción gradual, pero de largo alcance, de tecnología;
- el elevado coste del personal en relación con los márgenes producidos;
- la transformación de las operaciones bancarias, que desde una fuerte connotación procedimental y burocrática, con una notable incidencia de las áreas de trabajo administrativo, han evolucionado hacia una mayor informatización y hacia comportamientos más comerciales, orientados al servicio y a la atención al público.

Por otra parte, la tendencia respecto al número de oficinas, en lo que se refiere a los bancos italianos durante la última década, muestra un crecimiento que guarda relación con los efectos de la liberalización desde el último plan de sucursales del Banco de Italia en 1990. En realidad, el período que registra mayor creci-

CUADRO NÚM. 6  
EVOLUCIÓN DE LA RED TERRITORIAL Y NÚMERO DE EMPLEADOS

GRUPOS	EMPLEADOS		VARIACIÓN	EMPLEADOS		SUCURSALES		VARIACIÓN	SUCURSALES	
	1990	1994	(porcentaje)	1999	VARIACIÓN	1990	1994	(porcentaje)	1999	VARIACIÓN
			1990-94		(porcentaje)			1990-94		1994-99
Muy pequeñas .....	310	286	- 7,9	263	- 8,04	23	25	10,5	28	12,0
Coef. var. ....	0,54	0,54		0,36		0,60	0,45		0,34	
Pequeñas .....	859	768	- 10,5	568	- 26,04	46	54	17,7	55	1,9
Coef. var. ....	0,17	0,27		0,24		0,27	0,29		0,25	
Medianas .....	1.881	1.688	- 10,2	1.058	- 37,32	97	125	28,5	89	- 28,8
Coef. var. ....	0,37	0,37		0,21		0,36	0,47		0,24	
Grandes .....	4.222	3.828	- 9,3	3.531	- 7,76	209	241	15,2	297	23,2
Coef. var. ....	0,25	0,31		0,29		0,22	0,35		0,33	
CARIPOLO .....	11.329	14.839	31,0	14.039	- 5,39	450	686	52,4	811	18,2

Fuente: Bilbank.

miento en términos relativos es el de 1990-1994, y si bien es cierto que la expansión prosiguió durante el último período, fue a un ritmo más pausado. La tendencia registrada en las cajas de tamaño mediano requiere una explicación: la reducción en el número de sucursales es el resultado de operaciones de consolidación que tuvieron lugar en esa clase dimensional (Cosma y Vezzani, 1999) (9).

No obstante, la tendencia ascendente en el número de sucursales de las cajas de ahorros, la adquisición de algunas de estas cajas por otras entidades bancarias de diferentes categorías y la orientación específica hacia la consolidación de la cobertura del territorio propio de las cajas dio lugar a una reducción de su cuota de mercado, en términos de oficinas, desde el 28 por 100 en 1990 al 24,5 por 100 en 1999. Además, hay que señalar que las cajas de ahorros obtuvieron escasos beneficios de las estrategias de crecimiento externo en términos de adquisición de sucursales, debido a su pequeño tamaño y a su localización especialmente en el centro-Norte de Italia (cerca del 90 por 100 de las sucursales están en estas áreas). Todo ello contribuyó a restringir las oportunidades de crecimiento siguiendo las líneas geográficas tradicionales de los procesos de consolidación, que tienen como objetivo las mejores áreas del Sur de Italia (Cosma y Vezzani, 1999) y han beneficiado a las demás categorías de bancos, por lo menos en lo que se refiere a la red territorial. Sin embargo, las cajas de ahorros han mostrado una clara preferencia por modalidades «suaves» de concentración, que suponen su pertenencia a grupos basados en la federación, de tamaño grande, en cuyo caso la unión de los bancos se realiza con el fin de explotar los activos de sus relaciones con los clientes, especialmente en vistas a la distribución (Cesarini, 1999) y también de tamaño más pequeño y en condiciones de «entre iguales», constituidos en este caso con la finalidad de

lograr umbrales más eficaces de producción-distribución, e involucrando a bancos de características económico-organizativas y geográfico-culturales similares (Fabrizi, 2000).

#### 4. El grado de capitalización

El cuadro núm. 7 ofrece los valores correspondientes al grado de capitalización de las cajas de ahorros. La evidencia empírica más inmediata muestra un aumento generalizado de la solvencia, desde 1990 a 1994, para todas las categorías de tamaño.

Si bien no se percibe un nivel significativo de correlación, el proceso de transformación en sociedades por acciones dio lugar a la reducción del nivel de apalancamiento, vinculado a un posible cambio en la estructura de propiedad y a las evaluaciones contables realizadas durante la separación de la actividad bancaria y su transferencia a las compañías por acciones creadas especialmente (10). Sin embargo, el nivel de capitalización cae cuando la categoría dimensional crece. Durante el segundo período, el grado de solvencia muestra una tendencia fluctuante, dado que ésta sólo sigue siendo pareja al tratarse de bancos medianos y grandes, mientras que en las cajas muy pequeñas se produce un ajuste descendente. Este fenómeno puede deberse a dos factores:

- la salida de esta categoría de tamaño de los bancos con niveles más altos de capitalización, capaces de sostener y de llevar a la práctica un proceso de crecimiento interno;
- la existencia de un hipotético nivel adecuado de capitalización que permite la optimización de la estructura financiera y la mejora en el rendimiento del capital

CUADRO NÚM. 7  
NIVEL DE CAPITALIZACIÓN

GRUPOS	CAPITAL/ACTIVO TOTAL (PORCENTAJE)		TASA DE VARIACIÓN (PORCENTAJE)	CAPITAL/ACTIVO TOTAL (PORCENTAJE)		TASA DE VARIACIÓN (PORCENTAJE)
	1990	1994	1990-1994	1999	1994-1999	
Muy pequeñas .....	6,99	11,40	63,1	10,65	- 6,6	
Coef. var. ....	0,39	0,28		0,29		
Pequeñas .....	6,53	10,14	55,3	10,01	- 1,3	
Coef. var. ....	0,50	0,28		0,19		
Medianas .....	6,44	7,64	18,7	8,59	12,4	
Coef. var. ....	0,42	0,32		0,21		
Grandes .....	5,85	8,59	46,8	8,98	4,5	
Coef. var. ....	0,37	1,00		0,25		
CARIPO .....	6,12	8,08	32,0	3,49	- 56,8	

Fuente: Bilbank.

propio, haciendo uso del efecto de apalancamiento financiero. Es importante que se tome en cuenta en este punto el efecto del cambio en la supervisión bancaria, que puede haber identificado un nivel óptimo de referencia para el capital.

Un examen de los indicadores parecería poner de relieve una notable convergencia en torno a un valor del 9-10 por 100, exceptuando a Cariplo, que mantiene una tendencia gradualmente descendente.

Dentro del sistema bancario italiano, las cajas de ahorros muestran un grado más alto de capitalización que los demás bancos, si bien este comentario requiere una especificación relativa al nivel de riesgo asumido. Una vez más, la categoría de tamaño mediano se ve afectada negativamente por la presencia de Caripuglia, que en 1994 transfirió a su cuenta de resultados un gran número de fallidos, provocando un aumento del nivel de riesgo de su clase en 1994 y una marcada disminución en 1998.

La evaluación global del nivel de solvencia y de la adecuación del capital de las cajas de ahorros puede resultar claramente positiva, pero esta conclusión podría corregirse considerando el perfil de riesgo más alto del que se ha identificado. Las cajas de ahorros se ven afectadas negativamente por su pequeño tamaño y, por consiguiente, por su menor capacidad para la diversificación operativa y geográfica (Locatelli, 1998), así como por su tendencia implícita a subvencionar sus economías locales aplicando tipos de interés más bajos, por lo que tienen una menor capacidad en la determinación de precios para cubrir el riesgo crediticio (Cenni, 1998).

Con todo, la tendencia en los balances de las cajas de ahorros pone de manifiesto una reducción gradual de los préstamos fallidos, lo que refleja una creciente mejora de sus técnicas y de su habilidad en la valoración de la solvencia, si bien la tendencia positiva en la relación entre préstamos morosos o incobrables y activos ha de interpretarse a la luz de la crisis económica y de ingresos del sistema, que dio lugar a un aumento de la incidencia de fallidos registrados en el balance general de 1994.

## 5. Análisis de la rentabilidad bancaria

Por razones de claridad, el análisis de la rentabilidad bancaria se ha subdividido en dos partes principales, una relacionada con la rentabilidad global y otra centrada en un desglose preciso del ingreso bruto en las diversas áreas de actividad relacionadas con el negocio crediticio de los bancos, servicios de corretaje

y operaciones con valores. Las evaluaciones relativas a la eficiencia, que afectan naturalmente a factores de rentabilidad, se analizarán más adelante para poder ofrecer un examen más detallado de los aspectos operativos y relacionados con la productividad.

La eficacia en el uso de los valores medios para analizar la rentabilidad de los recursos propios se ve reducida por la existencia de casos individuales y contingentes que disminuyen la representatividad de los valores obtenidos (cuadro núm. 8). El análisis individual del ROE puede tener una importancia limitada, pero se aprecia una tendencia positiva si se evalúan los resultados a la luz de la caída sustancial en la inflación, que disminuye el resultado correspondiente a 1990 y aumenta la significación del ROE de 1998. Además, se obtiene una tendencia positiva partiendo de dos consideraciones ulteriores, relacionadas con la reducción del nivel de riesgo y la disminución del nivel de apalancamiento, que tienden, como ya se ha visto, a aumentar el valor (positivo) del ROE.

En el análisis final, la caja de ahorros muestra una tendencia a aumentar su capacidad de proporcionar una rentabilidad del capital propio, encontrándose esta capacidad sobre todo en las categorías de tamaño mediano y grande, que en 1999 lograron cerca de dos puntos porcentuales más que las categorías de tamaño inferior.

Los desgloses de la rentabilidad del capital propio en dos áreas de influencia relacionadas con la rentabilidad de los activos y la estructura financiera ofrecen nueva evidencia de que la disminución del ROE duran-

CUADRO NÚM. 8  
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS

	BENEFICIO NETO CAPITAL (PORCENTAJE)		
	1990	1994	1999
Muy pequeñas (*) .....	10,74	2,21	4,77
Coef. var. ....	0,55	0,81	0,73
Pequeñas .....	12,30	2,89	5,56
Coef. var. ....	0,54	0,96	0,33
Medianas (**) .....	9,26	0,47	7,18
Coef. var. ....	0,46	- 2,83	0,76
Grandes .....	13,48	3,76	8,04
Coef. var. ....	0,36	1,00	0,61
CARIPL0 .....	5,02	1,81	9,86

(\*) Excluyendo Carisalerno y C. R. Viterbo de la categoría de muy pequeñas, debido a sus pérdidas excesivas.

(\*\*) Excluyendo Caripuglia de la categoría de las medianas, debido a una rentabilidad de recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) de - 65 por 100 en 1994.

Fuente: Bilbank.

**CUADRO NÚM. 9**  
**RENDIMIENTO SOBRE LA INVERSIÓN (ROI) Y GRADO DE CAPITALIZACIÓN**

	BENEFICIO NETO/ ACTIVO TOTAL			CAPITAL/ ACTIVO TOTAL		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
	Muy pequeñas .....	0,65	0,08	0,48	6,99	11,40
Coef. var. ....	0,43	8,74	0,77	0,39	0,28	0,29
Pequeñas (*) .....	0,71	0,29	0,55	6,53	10,14	10,01
Coef. var. ....	0,61	0,83	0,32	0,50	0,28	0,19
Medianas (**) .....	0,60	0,07	0,61	6,44	7,64	8,59
Coef. var. ....	0,58	5,31	0,77	0,42	0,32	0,21
Grandes .....	0,76	0,33	0,73	5,85	8,59	8,98
Coef. var. ....	0,56	0,48	0,63	0,37	0,23	0,25
CARIPO .....	0,30	0,15	0,34	6,12	8,08	3,49

(\*) Excluyendo Carisalerno y C. R. Viterbo de la categoría de muy pequeñas por sus pérdidas excesivas.

(\*\*) Excluyendo Caripuglia de la categoría mediana debido a un ROE de - 65 por 100 en 1994.

Fuente: Bilbank.

te el período 1990-1994 se debió a la reducción generalizada tanto del efecto de apalancamiento financiero como de la rentabilidad global de los activos. Durante el segundo período considerado, todas las categorías dimensionales muestran una mejora en su capacidad para producir resultados más altos, ya que muestran un incremento de la rentabilidad global acompañada por un crecimiento en el nivel de capitalización que ayuda a disminuir el efecto de apalancamiento (cuadro número 9).

El desglose del beneficio de explotación en su componente operativo (medido por el margen bruto de explotación (11) como una proporción del activo total) y su componente no operativo (beneficio neto sobre ingreso neto) pone de relieve una extraordinaria coincidencia en los valores del margen de explotación. A primera vista, parecería tratarse de una distorsión esta-

dística derivada del uso de valores medios, pero el análisis de los datos desagregados pone de manifiesto que todas las cajas de ahorros muestran una tendencia similar y uniforme en el margen de explotación durante los diversos períodos, y casi todas ellas declaran el mismo nivel de beneficio (cuadro núm. 10).

En 1994, el beneficio no operativo muestra un aumento en la incidencia de los componentes extraordinarios y de las evaluaciones del balance general que explican en gran parte la disminución ya descrita de la rentabilidad global de los activos.

El desglose del beneficio de explotación siguiendo las dos líneas principales permite aislar los efectos derivados de la actividad bancaria de los derivados de la estructura operativa, siendo utilizados con claridad satisfactoria (cuadro núm. 11).

**CUADRO NÚM. 10**  
**MARGEN DE EXPLOTACIÓN Y BENEFICIO NO-OPERATIVO**

	MARGEN DE EXPLOTACIÓN/ ACTIVO TOTAL			BENEFICIO/ MARGEN DE EXPLOTACIÓN		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
	Muy pequeñas .....	1,75	1,43	1,55	37,26	5,60
Coef. var. ....	0,33	0,48	0,42			11,74
Pequeñas .....	1,73	1,42	1,45	41,13	20,52	40,16
Coef. var. ....	0,44	0,39	0,33			0,39
Medianas .....	1,82	1,02	1,47	32,92	6,99	42,85
Coef. var. ....	0,46	0,45	0,51			0,43
Grandes .....	1,69	1,42	1,82	44,88	23,21	36,89
Coef. var. ....	0,33	1,00	0,47			0,34
CARIPO .....	1,62	0,99	1,05	18,52	15,15	32,95

Fuente: Bilbank.

CUADRO NÚM. 11  
ANÁLISIS DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN

	MARGEN ORDINARIO/ ACTIVO TOTAL			MARGEN DE EXPLOTACIÓN/ MARGEN ORDINARIO		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
Muy pequeñas .....	5,66	5,40	5,15	30,88	26,55	29,58
Coef. var. ....	0,12	0,17	0,09			0,38
Pequeñas .....	5,20	4,94	4,88	33,30	28,67	29,41
Coef. var. ....	0,20	0,15	0,11			0,26
Medianas .....	5,29	4,60	4,48	34,36	22,10	31,04
Coef. var. ....	0,19	0,08	0,21			0,42
Grandes .....	4,96	4,18	4,62	34,12	33,90	37,92
Coef. var. ....	0,16	1,00	0,21			0,31
CARIPLO .....	3,55	2,84	2,50	45,63	34,86	41,89

Fuente: Bilbank.

El hallazgo más interesante es la notable diferencia entre las categorías de tamaño muy pequeño y mediano-grande:

- las cajas de ahorros más pequeñas son menos eficientes pero tienen una mejor estructura de ingresos y una mayor capacidad para la obtención de beneficios;
- las cajas de ahorros medianas y grandes son más eficientes en términos de costes de explotación, pero se muestran incapaces de igualar los márgenes de las cajas muy pequeñas.

La estructura principal de beneficios muestra una disminución de los rendimientos en 1990 y 1999 en todas las categorías de tamaño.

No cabe duda de que las cajas de ahorros más grandes han puesto en práctica procesos de reestructuración de mayor envergadura, en términos tanto de estructuras de distribución como de personal, al mismo tiempo que han hecho frente a una mayor competencia en las áreas con cobertura bancaria más intensiva que la de las cajas pequeñas, que estuvieron menos sujetas a presión para reorganizarse y pudieron seguir disfrutando de los beneficios de su enraizamiento territorial, de sus mejores relaciones con la clientela, de una mayor segmentación de áreas marginales al mercado bancario en su conjunto, y de menores repercusiones de los estímulos competitivos externos sobre sus depósitos.

El desglose del margen ordinario se ilustra aquí únicamente en relación con el margen de intermediación y otros productos ordinarios (fundamentalmente comisiones, puesto que la contribución de las opera-

ciones financieras no tenía significancia estadística por razón del alto grado de varianza en los resultados individuales).

Un primer comentario ha de referirse a la disminución generalizada, durante el segundo período, del margen de intermediación como proporción del margen ordinario y, dentro de esta tendencia, al modo en que el margen financiero sigue teniendo importancia para las cajas más pequeñas. La variación en la incidencia del margen de intermediación en el margen de ganancias no es atribuible a un descenso de las cuotas de las cajas de ahorros en los mercados de crédito, sino que se relaciona con una contracción del margen entre tipos de interés acreedores y deudores, y con el aumento simultáneo de las actividades de servicios relacionadas con la actividad de corretaje financiero (cuadro núm. 12).

La evolución de la demanda de las familias de productos de inversión hacia la gestión de activos institucionales y hacia valores de mayor riesgo y de rendimientos más altos hizo que aumentara la importancia del margen de los servicios de intermediación. Ello explica también la razón por la que las cajas muy pequeñas, que gozan de menores ventajas como consecuencia de los pequeños volúmenes que manejan y de la mayor incidencia de clientes que demandan productos tradicionales, muestran en 1999 una mayor incidencia del margen financiero. Esta incidencia disminuye conforme aumenta la clase de tamaño.

Por otra parte, el aumento inversamente proporcional en la incidencia de los ingresos por servicios pone también de relieve otro efecto relacionado con el aumento del componente de servicios en las operaciones bancarias tradicionales, y la introducción de nuevos instru-

CUADRO NÚM. 12  
DESGLOSE DEL INGRESO BRUTO

	MARGEN DE INTER-MEDIACIÓN INTERÉS/ MARGEN ORDINARIO			OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS/ MARGEN ORDINARIO		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
Muy pequeñas .....	75,67	82,45	63,58	13,09	12,27	23,28
Coef. var. ....	0,06	0,13	0,11	0,23	0,39	0,14
Pequeñas .....	71,84	74,35	63,38	14,26	14,31	24,46
Coef. var. ....	0,08	0,06	0,14	0,33	0,27	0,19
Medianas .....	74,16	79,52	58,50	11,90	14,08	27,28
Coef. var. ....	0,07	0,05	0,09	0,18	0,24	0,21
Grandes .....	70,40	73,49	55,98	13,62	19,27	29,36
Coef. var. ....	0,03	0,27	0,22	0,23	0,35	0,16
CARIPLO .....	67,78	79,83	60,58	12,41	13,09	27,33

Fuente: Bilbank.

mentos de cobros y pagos automatizados que hacen sentir sus efectos en el área de las comisiones.

Los hallazgos sobre los resultados de la actividad con valores se ven notablemente afectados por el alto grado de volatilidad en los resultados individuales y por el elevado número de rendimientos negativos que redujeron la significancia de la agregación estadística (12). En todo caso, el análisis de los datos no agregados de los resultados logrados por las cajas de ahorros en las operaciones con valores muestra que las cajas más grandes tienen un mejor desempeño, al contar con mayor habilidad financiera y mayor capacidad para sacar provecho de las economías de escala y del objetivo intrínseco del sector financiero bancario. Esta reflexión es válida tanto para 1994 como para 1999.

La mayor incidencia del margen financiero se deriva de una importante diferencia en el rendimiento medio de los activos rentables y en el coste promedio de los pasivos sensibles al tipo de interés, y de la evidente ventaja de que disfrutaban las cajas de ahorros pequeñas, que se benefician del hecho de que sus mercados bancarios locales están menos abiertos a los efectos de la competencia externa. Estos bancos parecen disponer de un cierto tipo de poder oligopolístico sobre las áreas en las que la geografía o un sector comercial infradesarrollado les otorga carta blanca (13). Sin embargo, si bien por el lado positivo los elevados tipos aplicados podrían justificarse por una mayor incidencia del riesgo de crédito, el coste más bajo de pasivos sensibles a los tipos de interés pone de relieve la realidad de la existencia de un cierto grado de poder de mercado y que esas cajas mantienen un firme dominio de sus áreas locales (14).

Por último, aunque no es lo menos importante, hay que recordar que la contracción gradual de los márgenes

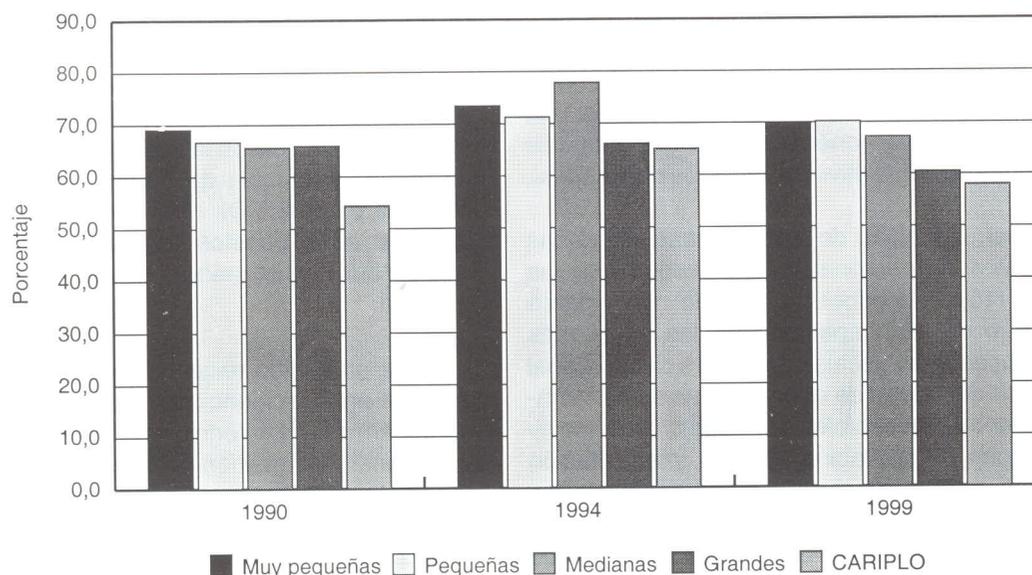
aplicados por las cajas de ahorros a medida que aumenta su tamaño refleja el mayor grado de competencia al que hacen frente las cajas más grandes fuera de sus territorios locales y el mayor contenido de transacción bancaria típico de estos mercados. Sin embargo, incluso los bancos más grandes tienden a mostrar los mismos modelos de comportamiento que las cajas más pequeñas en sus áreas de origen, desempeñando muy a menudo un papel institucional que no sería posible fuera de sus propias áreas y que mantiene intacta su tradicional imagen «bondadosa» dentro de sus comunidades locales.

Como conclusión del análisis de la estructura de ingresos de las cajas, parece estar justificado evaluar la evolución del sistema de las cajas de ahorros desde 1990 hasta el día de hoy, en lo que respecta a la rentabilidad, en términos positivos. Las cajas han tenido éxito en lograr un equilibrio justo entre la tradición del banco público y las actividades crediticias basadas en el mercado, especialmente en su capacidad para presentarse a sí mismas como bancos con sólidos vínculos de unión con sus territorios locales y con su clientela tradicional, pero capaces al mismo tiempo de dar respuesta a las oportunidades de mercado desde el punto de vista tanto de la productividad como del crecimiento externo. Los datos revelan un nuevo posicionamiento hacia actividades con un mayor contenido de servicios y vinculadas a la esfera de los negocios financieros, evitando que se produzcan disminuciones excesivas en el margen de interés.

## 6. Análisis de la eficiencia económica

El análisis de la eficiencia económica pone de relieve el marcado descenso de los márgenes brutos de

GRÁFICO 1  
RATIO COSTES DE EXPLOTACIÓN/MARGEN ORDINARIO



explotación que afectó a todo el sistema en 1994, si bien en años subsiguientes se produjo un regreso parcial a los niveles de 1990.

El gráfico 1 muestra la *ratio* costes de explotación/margen ordinario e ilustra la evolución de la eficiencia de las cajas de ahorros durante la década estudiada. Aparte de las dificultades experimentadas en 1994, que se debieron a la situación económica general, el análisis de la incidencia de los costes de explotación pone de manifiesto una clara recuperación de la eficiencia por parte de todas las categorías de cajas de ahorros. En 1999, la incidencia de los gastos de administración varía del 70 por 100 para las clases de tamaño más pequeño al 58 por 100 para Cariplo, lo

que indica claramente que las cajas más grandes son más eficientes en la producción-distribución. Otro factor que aparece es el aumento gradual de la diferencia entre categorías dimensionales. En 1990, la diferencia en la incidencia de los costes de explotación entre las cajas más pequeñas y las más grandes era de 3,2 puntos porcentuales. En 1999, esta diferencia había aumentado hasta 10 puntos porcentuales, confirmando los efectos positivos del tamaño en el contexto competitivo actual.

El cuadro núm. 13 confirma que las categorías de mayor tamaño han recuperado más eficiencia que las de pequeño tamaño, disminuyendo la incidencia de los gastos de explotación, si bien la tendencia sigue sien-

CUADRO NÚM. 13  
DESGLOSE DE LOS COSTES DE EXPLOTACIÓN

	COSTES ADMINISTRATIVOS/ ACTIVO TOTAL			COSTES PERSONALES/ ACTIVO TOTAL		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
Muy pequeñas .....	3,91	3,97	3,60	2,33	2,50	2,14
Pequeñas .....	3,47	3,52	3,42	2,20	2,28	2,08
Medianas .....	3,47	3,58	3,01	2,15	2,44	1,86
Grandes .....	3,27	2,76	2,79	1,92	1,85	1,77
CARIPLO .....	1,93	1,85	1,45	1,16	1,32	0,90

Fuente: Bilbank.

do positiva para todas las categorías. Aunque los datos no muestren la tendencia de forma detallada, el descenso de los costes ha sido constante durante los últimos tres años.

La comparación entre dimensiones pone de manifiesto la diferencia en eficiencia entre las cajas más grandes y las más pequeñas, teniendo estas últimas una estructura de costes más onerosa en lo que respecta tanto a los gastos administrativos como a los de personal.

En particular, las cajas de ahorros más pequeñas presentan costes de personal más elevados que las cajas grandes (15). Esta conclusión puede interpretarse como un reflejo de la incapacidad de las cajas más pequeñas de asumir las escalas salariales del personal bancario, o bien del hecho de que las ventajas de tamaño no se encuentran disponibles por debajo de determinados volúmenes de operación. Si esta interpretación es correcta, la probabilidad de supervivencia de las cajas más pequeñas dependerá estrictamente de su capacidad de mantener sus ventajas en términos de márgenes y de una mayor rentabilidad operativa.

Un análisis de los datos desagregados señala que la remuneración media por empleado aumenta en proporción al tamaño de la caja. La conclusión más interesante fue la tasa de crecimiento de las remuneraciones en las cajas de ahorros más pequeñas durante los períodos más recientes, que podría tender a empeorar aún más el bajo nivel de eficiencia relacionado con el alto nivel de los costes de personal. Una interpretación optimista podría ser que este crecimiento tiene que ver con la adquisición de recursos humanos especializados para la puesta en práctica de nuevas combinaciones productivas y de nuevas estrategias de venta, orientadas a una clientela menos innovadora, pero con alto riesgo de pasarse a bancos más agresivos, con

productos financieros más sofisticados y con sistemas de prestación de servicios cada vez más capaces de llegar a clientes más distantes. Fue sólo en 1999 cuando se invirtió la tendencia, con una disminución del 2 por 100 en el coste medio por empleado.

En conclusión, el examen de la dotación de personal de las cajas de ahorros y de sus estructuras organizativas revela que en las cajas más pequeñas no hay una mayor incidencia de cargos ejecutivos sobre los costes de personal. De hecho, el número superior a la media de altos puestos directivos está ampliamente compensado por un menor número de personal de rango medio.

Se ha producido recientemente una tendencia descendente en la incidencia de altos cargos directivos, lo que confirma la existencia de una política más astuta de personal y de gestión de la carrera profesional, más consciente del coste que en el pasado y capaz de reducir la incidencia de los costes de explotación. Este hecho se ha visto apoyado por el aumento en años recientes de la rotación media del personal bancario, que ha ayudado a disminuir la edad de los empleados y, por consiguiente, sus categorías salariales.

El análisis de la productividad confirma que las cajas de ahorros más grandes son capaces de generar mayor nivel, dado que las cajas más pequeñas tienen un volumen más bajo de negocio por empleado (cuadro núm. 14). Sin embargo, incluso en 1999 mantienen una elevada tasa de crecimiento en el volumen de negocio gestionado por empleado. La situación, en lo que respecta al margen de intermediación producido por empleado, parece mejor, alcanzando las cajas más pequeñas niveles más cercanos a los de las cajas más grandes (16). En conjunto, la productividad del personal bancario y, por tanto, la estructura organiza-

CUADRO NÚM. 14  
MARGEN DE GANANCIAS Y VOLÚMENES MANEJADOS POR EMPLEADO

	ACTIVO TOTAL/ EMPLEADOS		VARIACIÓN (PORCENTAJE)		INGRESO BRUTO/ EMPLEADOS		VARIACIÓN (PORCENTAJE)		INGRESO BRUTO/ EMPLEADOS	
	1990	1994	1990/94	1999	1994/99	1990	1994	1990/94	1999	1994/99
Muy pequeñas .....	3.544	4.090	15,1	4.996	22	190	217	14,6	257	18,2
Coef. var. ....	0,19	0,16		0,13		0,14	0,13		0,17	
Pequeñas .....	3.941	4.575	16,3	5.281	15	195	224	14,7	256	14,1
Coef. var. ....	0,16	0,11		0,13		0,2	0,12		0,14	
Medianas .....	4.382	4.890	12,2	6.102	15	217	223	3,1	271	22,5
Coef. var. ....	0,23	0,16		0,13		0,19	0,12		0,21	
Grandes .....	4.878	6.422	32,5	6.638	3	226	253	12,0	297	17,4
Coef. var. ....	0,19	1		0,29		0,14	1		0,21	
CARIPLO .....	6.649	8.720	31,1	14.158	40	229	248	8,2	353	42,6

Fuente: Bilbank.

CUADRO NÚM. 15  
VOLÚMENES DE NEGOCIO Y TAMAÑO DE SUCURSALES

	ACTIVO TOTAL/ SUCURSALES			EMPLEADOS/ SUCURSALES		
	1990	1994	1999	1990	1994	1999
Muy pequeñas .....	52.432	47.191	47.007,33	14,71	11,62	9,48
Coef. var. ....	0,38	0,23	0,20	0,27	0,19	0,19
Pequeñas .....	79.421	68.627	55.841,65	20,05	14,92	10,73
Coef. var. ....	0,41	0,33	0,25	0,30	0,29	0,28
Medianas .....	86.027	71.628	73.670,57	19,78	14,39	12,17
Coef. var. ....	0,22	0,34	0,19	0,09	0,20	0,19
Grandes .....	98.754	103.036	80.623,57	20,72	16,07	12,08
Coef. var. ....	0,22	0,35	0,35	0,07	0,07	0,15
CARIPLO .....	169.441	188.642	245.097,90	25,69	21,63	17,31

Fuente: Bilbank.

tiva de las cajas de ahorros, revela una tendencia a mejorar.

En suma, el cuadro núm. 15 contiene resultados comunes para todos los bancos italianos: la disminución del tamaño medio de las sucursales, por razón del aumento del número de sucursales convencionales y de la adopción de un modelo «moderno» de oficinas capaz de aumentar la penetración comercial realizando una gama universal de productos a cambio de tan sólo un aumento moderado de sus gastos generales. Aunque la cifra no aparece en estas líneas, la disminución media fue uniforme para todas las categorías, lo que indica que el tamaño de las sucursales se encuentra con umbrales mínimos comunes a todas desde el punto de vista operativo.

El tamaño medio más grande registrado para las entidades de mayor dimensión resulta del mayor número de sucursales en las principales áreas metropolitanas, y de la incidencia relativamente mayor de las instalaciones centrales requeridas para la coordinación operativa y geográfica.

El aumento del número de oficinas tiene el efecto, al parecer, de disminuir la productividad y los volúmenes medios de negocio de las sucursales bancarias. Con todo, esta conclusión debe interpretarse en sentido positivo, puesto que no es sino el resultado de los efectos de las estrategias competitivas diseñadas para una mayor y más completa cobertura geográfica a través de modalidades modernas de distribución.

### III. UNA BREVE EVALUACIÓN DEL PROCESO DE REFORMA

El sistema de cajas de ahorros ha experimentado notables cambios durante la década pasada: todas las

cajas han cambiado su forma legal y se han convertido en sociedades por acciones; muchas cajas han desaparecido como consecuencia de procesos de consolidación que han dado lugar a organizaciones más grandes, y algunas grandes instituciones han preferido unir sus fuerzas con los bancos más importantes de otras categorías, con el objetivo de tomar parte en la formación de grupos bancarios de ámbito europeo.

En la inmensa mayoría de los casos, aún no ha concluido el proceso de privatización real, mediante la venta por las fundaciones de sus intereses mayoritarios en las compañías bancarias, tal como lo requirió el Decreto Ciampi. La ejecución de este paso tan importante se ve frustrada por diversas dificultades.

El primer problema es de carácter psicológico y cultural; las fundaciones tienden a considerar la pérdida de sus tenencias como una confiscación. Ello se debe en parte al hecho de que muchas de las personas involucradas en las fundaciones han trabajado antes en el sistema bancario y se sienten todavía apegados a aquel mundo. Una encuesta llevada a cabo hace algún tiempo puso de manifiesto que la mayoría de los presidentes de las fundaciones consideran esta separación como perjudicial para la caja, tanto desde el punto de vista de su relación con su base territorial tradicional como con respecto a los tan señalados efectos negativos en la confianza pública y en su rentabilidad.

Es importante no pasar por alto el hecho de que la pérdida de control sobre las cajas reduce el ámbito de intervención de las fundaciones, puesto que en la situación actual existe un cierto grado de intercambiabilidad entre las dos organizaciones. Incluso hoy día se apoyan conjuntamente, o por parte de la caja, algunas iniciativas en favor de las comunidades locales cuando factores de diversa índole hacen que su participación sea preferible a la de la fundación.

La normativa que requiere la presencia en los órganos de gobierno de la fundación de representantes de los sectores hacia los que ésta orienta sus proyectos representa, por tanto, una medida positiva. De esta manera, esos órganos de gobierno se hacen más sensibles a la rentabilidad de los recursos propios, aspecto del que dependen a su vez los recursos disponibles para aquellos proyectos. Se podría propiciar con ello que disminuyeran las inversiones en acciones bancarias, que no suelen ser muy remunerativas.

Un segundo problema es de carácter técnico y tiene que ver con la colocación de las acciones de las compañías bancarias en el mercado. Se trata de un asunto difícil desde diversos ángulos.

En lo que respecta a los tiempos para la venta de las tenencias de las fundaciones, es evidente que incluso si su concordancia está estrictamente correlacionada con la capacidad de absorción del mercado, todavía no es posible contemplar escalas de tiempo más prolongadas, ya que con ello se generaría una demora inaceptable en la compleción del proceso de privatización.

El atractivo que las acciones puedan tener para los inversores es un aspecto que varía de una caja a otra en función de la rentabilidad, que es un factor de particular importancia para los inversores privados, así como del atractivo de una institución específica como posible objetivo de absorción por parte de bancos de mayor tamaño.

En lo que respecta al primer aspecto, el punto de referencia es el rendimiento prospectivo total, es decir, el dividendo y la plusvalía de las propias acciones. Por consiguiente, la demanda dependerá también de la capacidad de las cajas para garantizar un rendimiento positivo en comparación con acciones que pueden ofrecer otra alternativa válida en términos de nivel de riesgo. Además, la disponibilidad de un gran número de obligaciones de la deuda pública en el mercado atrae tradicionalmente a una porción considerable del ahorro financiero desde inversiones alternativas. Por tanto, es posible que la oferta de enormes cantidades de acciones bancarias no encontrara la respuesta esperada, especialmente si coincide con la oferta de venta de compañías públicas involucradas en proyectos de privatización.

Por otra parte, en lo que se refiere a los compradores potenciales del sector bancario, revisten especial importancia tanto la cobertura territorial de la caja como su capacidad de complementar la cobertura del banco comprador. Tratándose de grandes fundaciones, existen motivos para contemplar la posibilidad de ventas

parciales en mercados extranjeros, en los que, como ya se ha demostrado, hay compradores del sector bancario interesados en desarrollar nuevas operaciones en Italia.

El análisis del rendimiento de las cajas de ahorros confirma su plena participación, como oferentes o como objetivo para absorciones, en la reestructuración en marcha del sistema bancario italiano. Desde un punto de vista operativo, la tendencia en los agregados dimensionales del balance general y la localización territorial indica que las cajas de ahorros están, en buena medida, en línea con otras entidades del sector bancario. Desde el punto de vista económico y del capital, las cajas de ahorros han tenido éxito durante la última década en el logro de un equilibrio satisfactorio entre su imagen tradicional como bancos públicos, sus raíces geográficas y su orientación hacia el mercado de créditos. En realidad, con diferencias referidas sobre todo a sus categorías de tamaño relativo, las cajas de ahorros han mejorado tanto en su nivel de capitalización como en su nivel de activos de riesgo y han modificado su papel en las transacciones interbancarias, pasando de ser acreedores netos a bancos más propensos a convertirse en prestamistas, y han intentado, aunque con diferentes grados de éxito, adaptar sus estructuras de costes y de ingresos a la oferta y la demanda del sistema bancario.

El papel que las cajas de ahorros han desempeñado en el proceso de reestructuración del sistema bancario se basa parcialmente en los resultados del análisis de su rentabilidad y competitividad. El factor más evidente es la diferencia entre las cajas más pequeñas y las de mayor tamaño; las instituciones más pequeñas son menos eficientes, pero todavía son capaces de obtener mayores rentabilidades de sus actividades crediticias tradicionales.

Este fenómeno tiene su explicación en el carácter económico de los mercados de referencia de las cajas más pequeñas y en sus tradiciones profundamente locales, puesto que la mayor rentabilidad de sus actividades tradicionales de crédito es un síntoma de su posición dominante en los micromercados bancarios (más segmentados y menos atractivos para bancos no locales) y de una estructura de demanda que está experimentando rápidos cambios, pero sigue siendo «financieramente simple» en muchos aspectos. El progresivo aumento de la importancia de los márgenes en servicios de intermediación financiera es un signo positivo, aunque el nivel alcanzado sea todavía insuficiente para que la estructura de los ingresos brutos puede calificarse como equilibrada. Estas características no pueden sobrevivir por largo tiempo, y las perspectivas a largo plazo para las cajas que basen su rendimiento

exclusivamente en los factores arriba explicados han de ser necesariamente sombrías. El futuro de las cajas de ahorros más pequeñas dependerá de la recuperación de mayores niveles de eficiencia. La fuerte incidencia de los costes de explotación, y de los gastos de personal en particular, combinada con un nivel más bajo de productividad en términos tanto de volúmenes de negocio como de depósitos indirectos, pone un signo de interrogación sobre las perspectivas futuras de las cajas de ahorros en las categorías de tamaño más pequeño.

La evolución actual en los sistemas de prestación de servicios bancarios y la complejidad siempre creciente a la que las cajas deben hacer frente en sus relaciones con el entorno externo pueden dar lugar a crecientes dificultades, debido a sus tamaños corporativos excesivamente pequeños. Esta limitación se refleja en la incapacidad que muestran algunas entidades para permitirse grandes inversiones en tecnología, en los altos umbrales mínimos que se requieren para lograr la viabilidad económica y en el grado de capacidad para adquirir la necesaria pericia profesional.

Por otra parte, las cajas de ahorros más grandes presentan una estructura más equilibrada de costes e ingresos, que está más en consonancia con las tendencias en los sistemas bancarios de Italia y de la Unión Europea, y que es el resultado de una competencia agresiva y cada vez más intensa a la que ya han tenido que hacer frente como consecuencia de su presencia en los principales mercados bancarios y, como consecuencia natural, de su restringida capacidad para arraigarse en mercados locales mejor protegidos.

Sus características económicas y de ingresos permiten identificar diferentes estrategias de crecimiento para las cajas de ahorros. Mientras las cajas más grandes son capaces de desempeñar un papel activo en la reorganización futura del sector de las cajas de ahorros, tanto a través de su participación en la organización de grupos bancarios confederados como mediante adquisiciones, se hace más difícil interpretar el comportamiento de las entidades más pequeñas dentro de la categoría. La puesta en práctica a medio plazo del Decreto Ciampi y, por tanto, la privatización de las cajas de ahorros, tendrá sus repercusiones más importantes sobre las entidades en esta categoría, abriendo posibilidades de desarrollo a lo largo de dos líneas: una mayor especialización, mediante la adopción de un papel más orientado a la distribución, y una aceleración del proceso de consolidación entre iguales o de incorporación a bancos de mayor tamaño.

El Decreto Ciampi está obligando a las fundaciones a liquidar las participaciones que tienen en sus cajas.

Después de todo, si se acepta el principio de que las fundaciones deberían definirse como organizaciones sin fines de lucro, deben inevitablemente perder sus participaciones de control, puesto que las organizaciones de este tipo han de orientar sus intereses hacia objetivos cuya persecución entra en conflicto con los de la administración de tenencias bancarias, que a menudo ofrecen bajos beneficios y en algunos casos involucran altos niveles de riesgo.

La transferencia de esas carteras estimula también el aumento del capital bancario y los procesos de concentración y reestructuración del sistema bancario, al propiciar la creación de sistemas que incluyan lo siguiente: un número limitado de grandes grupos bancarios con una sólida vocación internacional; un grupo de bancos «regionales», en parte a crear mediante fusiones, que disfruten tanto de las ventajas propias de un mayor tamaño como de las que se derivan del mantenimiento de sólidos vínculos geográficos; y finalmente, un grupo potencialmente numeroso de microbancos dedicados a la satisfacción de requerimientos financieros muy simples, para un número relativamente limitado de clientes y en áreas que en términos generales no están cubiertas por otros bancos.

#### NOTAS

(1) Más aún, se contemplaron las renunciaciones a este principio en circunstancias especiales para reforzar el sistema bancario italiano, su estatus internacional, su estatus de capital y su capacidad para competir.

(2) Sobre este tema, véase MAZZOTTA (1990: 1059 y sigs.).

(3) Sobre este tema, véase RUOZI (1990: 590 y sigs.).

(4) La razón para el uso de categorías dimensionales diferentes de las que utiliza el Banco de Italia estriba en el cambio de los criterios de clasificación que se produjo en 1994, lo que hace difícil la comparación entre los grupos tal como se definen actualmente y los identificados en 1990.

(5) Si bien la clasificación final se basa únicamente en el activo neto total, se llevó a cabo una serie de tests previos a fin de verificar la uniformidad de la clasificación, teniendo en cuenta otras áreas de actividad abarcadas por los bancos, como depósitos indirectos, intermediación de activos y pasivos no bancarios, préstamos totales y depósitos directos. Las diversas pruebas realizadas confirmaron la validez del enfoque del activo total neto y la relevancia de la clasificación adoptada.

(6) El grado de representatividad es suficiente, puesto que se excluyó la Cassa di Risparmio di Roma, que se fusionó con Banco di Roma y Banca di Santo Spirito en 1991, y representaba por sí sola el 5 por 100 del activo total del sistema y el 6 por 100 de los préstamos a clientes.

(7) Anteriormente, el reducido tamaño y el carácter marcadamente local de la mayoría de las cajas de ahorros supusieron que los depósitos superaran ampliamente las oportunidades disponibles de

otorgar préstamos, de modo que los recursos excedentes fueron canalizados a través de otras entidades a áreas con sectores productivos más activos.

(8) No obstante esta orientación, según la clasificación elaborada por el Banco de Italia de las cajas de ahorros por su cobertura geográfica, en 1999, de 68 cajas de ahorros, ninguna se clasificó como banco de implantación nacional, sólo 4 se consideraron activas a escala interregional (esto es, operando en más de una región), otras 7 fueron de importancia regional (con una importante cuota de mercado dentro de su propia región) y casi todas las cajas más pequeñas operaban a escala provincial o interprovincial (esto es, con una importante cuota de mercado en su provincia de origen y provincias adyacentes).

(9) En 1994, las operaciones de concentración relacionadas con la Banca delle Marche y Banca Regionale Europea se acababan de producir y, en cualquier caso, todavía no habían generado sus efectos sinérgicos, puesto que sólo llegaron a su término a fines de 1994. Además, en el año 1997 se produjo la creación de Banca Carime, que incluía a Caripuglia y a Carisalerno. Estas fusiones produjeron el efecto de desplazar a cuatro de los bancos más grandes fuera de la categoría de los medianos, dando lugar a una disminución del número promedio de sucursales.

(10) Es también importante recordar la política reguladora prudencial aplicada por las autoridades bancarias italianas, que identificaron el capital como el parámetro con el que debía correlacionarse el ámbito operativo concedido a los bancos, y estimularon de este modo el aumento de la capitalización bancaria.

(11) El ingreso neto se obtiene del margen de beneficios menos los costes de explotación.

(12) La contribución de las operaciones con valores al margen de intermediación se ve afectada por el caso especial de 1994, que fue sin duda un año negro en lo tocante a las inversiones en valores.

(13) Estas áreas son las que no son atractivas para otros bancos por razones de costes y de volúmenes potenciales de negocio, así como por la existencia de barreras para la entrada excesivamente altas. Este comentario se aplica sobre todo a las principales modalidades de entrada en los mercados bancarios para el desempeño de la intermediación crediticia: es menos aplicable a otros tipos de actividades relacionadas con la provisión de servicios de inversión y de pagos, donde hay modalidades más funcionales de distribución, a través del uso de promotores financieros y de canales virtuales de distribución, que permiten superar las barreras económicas y relacionales de las que se benefician los bancos locales y tradicionalmente establecidos.

(14) Una encuesta reciente ha identificado un fenómeno de *subsidiación cruzada* por parte de las cajas de ahorros en beneficio de la clientela local, en tanto que parte de los tipos de interés más favorables que se cargan a la clientela local tiende a ser recuperada de clientes no locales o procedentes de otras áreas (CENNI, 1998).

(15) Además, si bien ello no se deriva de los datos considerados, una investigación recientemente realizada de las políticas de pago de los bancos italianos ha puesto de manifiesto que la curva salarial de las cajas es más marcada que la de otros bancos, aun cuando cuenten con menos gerentes o ejecutivos en su *staff*. (LOCATELLI, 1998).

(16) Aunque sobreestimada por el uso de la cifra relativa a los valores de terceros que las cajas mantienen en depósito (que tiene también en cuenta los valores emitidos por la propia caja y tenidos en depósito porque han sido adquiridos por sus clientes, que deberían considerarse como depósitos directos), la cifra de depósitos indirectos muestra volúmenes de intermediación que crecen en proporción al tamaño de las cajas de ahorros, pese a que la cifra referida a las cajas de tamaño mediano se ha debilitado por la presencia de dos cajas con bajos niveles de actividad en este segmento.

## BIBLIOGRAFÍA

ACRI, *Rapporto sulle fondazioni bancarie*, varios años, Roma.

BANCO DE ITALIA (1998), *Vigilanza creditizia e finanziaria*, circular núm. 4 del 29 de marzo.

CENNI, S. (1998), «L'impatto del localismo sulla gestione dei prestiti», en FIORENTINI, G. (ed.), *Assetti istituzionali e mercato del credito: il ruolo delle fondazioni e delle casse di risparmio*, Il Mulino, Bolonia.

CESARI, R. (1998), «Rischio, rendimento e performance: un confronto tra banche e casse di risparmio», en FIORENTINI, G. (ed.), *Assetti istituzionali e mercato del credito: il ruolo delle fondazioni e delle casse di risparmio*, Il Mulino, Bolonia.

CESARINI, F. (1999), «L'evoluzione strutturale del sistema bancario italiano dopo il Testo Unico del 1993», en *Problemi di gestione dell'impresa*, núm. 28.

COSMA, S., y VEZZANI, P. (1999), «I processi di concentrazione in Italia dal 1993 al 1998», *Documento de Trabajo*, Collana del Dipartimento di Economia Aziendale, Università degli studi di Modena.

FABRIZI, P. L. (2000), «Il futuro del sistema bancario italiano: strategie e modelli organizzativi», en *Bancaria*, núm. 1.

LOCATELLI, R. (1998), *Le casse di risparmio tra localismo e despecializzazione. Un confronto internazionale*, Giuffrè Editore.

MAZZOTA, R. (1990), «Le casse di risparmio e la Legge 30 luglio 1990, n.218», en *Il risparmio*, núm. 5.

RUOZI, R. (1990), «La Legge Amato e la concentrazione bancaria», en *Il risparmio*, núm. 3.

# Contribución del sistema bancario al crecimiento de las regiones españolas

Marta de la Cuesta  
Javier García-Verdugo  
Fernando Pampillón  
Cristina Ruza

## I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo pretende ser una aportación a la parcela de la economía que trata de analizar las relaciones entre lo real y lo financiero, pero adoptando un enfoque regional. Consta de dos partes. En la primera (apartados II y III), se recogen estructuradamente las distintas teorías que relacionan el sistema financiero y el crecimiento económico, y más en concreto el desarrollo regional. Se pretende proporcionar primero una visión panorámica de las relaciones entre el desarrollo del sistema financiero y la economía real. A continuación, analizamos el papel de las entidades de crédito en el desarrollo económico y los efectos que la transformación del sector bancario puede tener en la financiación de la economía, y terminamos centrándonos en el papel de la banca minorista y en la influencia del sistema financiero, sobre todo el bancario, sobre los desequilibrios regionales de un país.

La segunda parte del trabajo (apartado IV) intenta contrastar, para el caso español, algunas de las afirmaciones expuestas en la parte teórica, para cuantificar la contribución del sistema bancario regional al crecimiento de las regiones españolas.

## II. EL PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Uno de los factores que más ha contribuido al crecimiento de la renta en España en las últimas décadas ha sido la acumulación de capital y las mejoras tecnológicas y de productividad. El *stock* de capital físico acumulado en los últimos treinta años es casi cuatro veces superior al existente a mediados de los años sesenta. Este proceso de acumulación ha venido acompañado de una expansión más intensa de la actividad crediticia (Pérez *et al.*, 1999: 205).

La financiación del proceso de capitalización es, por tanto, un asunto fundamental, porque condiciona el crecimiento sostenido de la economía. Sin embargo, la teoría del crecimiento económico no suele conceder una gran importancia a las variables que reflejan la actividad de financiación, ya que se centra en la tasa de ahorro como la variable que determina la tasa de crecimiento y el nivel de la renta a largo plazo, suponiendo que todo el ahorro es canalizado sin coste alguno hacia la inversión productiva más rentable.

### 1. Teorías tradicionales

Según estas teorías, las principales aportaciones del sistema financiero al crecimiento económico son dos: por un lado, el sistema financiero permite la canalización eficiente del ahorro hacia la inversión, y por otro, reduce los costes asociados a la tarea de recoger y procesar la información necesaria para evaluar la rentabilidad ajustada al riesgo de los distintos proyectos de inversión. Un sistema financiero eficiente reduce esos costes gracias a la existencia de mercados desarrollados y de instituciones financieras especializadas que permiten aprovechar las ventajas de los mecanismos de cobertura de riesgos y de la posibilidad de diversificación. En esta línea se encuentra la mayoría de los autores, desde los ya clásicos trabajos de Schumpeter (1911) y Goldsmith (1969) hasta los más recientes, centrados únicamente en el análisis, desde un punto de vista empírico, de la relación entre el crecimiento económico y el desarrollo de los intermediarios financieros, e incluso incorporando las ideas típicas de este enfoque a modelos de equilibrio general (1).

En cualquier caso, el sistema financiero no desempeña siempre estas funciones de forma eficiente, es decir, con unos costes mínimos. El sistema financiero se desarrolla con el resto de la economía, y caben dos posibilidades. Si los mercados de capitales y las enti-

dades financieras se desarrollan de forma acompasada con el resto de la economía, el sistema financiero dinamizará el proceso de crecimiento económico, ya que cuanto mejor sea la canalización del ahorro a través de los mercados y de los intermediarios financieros, se producirá una mejor asignación de los recursos disponibles. Si, por el contrario, el sistema financiero se desarrolla más lentamente que la economía, es probable que los recursos financieros disponibles sean asignados a proyectos de inversión subóptimos, debido a una inadecuada valoración de la rentabilidad ajustada al riesgo, por lo que el sistema financiero actuará como una restricción al crecimiento económico.

## 2. Nuevas teorías sobre el papel del sistema financiero en el desarrollo económico

---

Las nuevas teorías se centran, en realidad, en el papel de los intermediarios financieros como prestamistas, ya que defienden como núcleo de su aportación la inversión de la relación de causalidad en la cadena de variables que conecta la economía real con las variables financieras (2). Si las teorías tradicionales hacían depender la inversión del crédito, que a su vez era determinado en función del volumen de depósitos, las nuevas teorías —basadas en la teoría de la oferta monetaria endógena (3)— afirman que la inversión no depende del ahorro, sino de la disponibilidad de crédito, que determina simultáneamente la inversión, la renta y el volumen de depósitos (de acuerdo con la tasa de redepósito). Es decir, los agentes económicos se endeudan en función de sus planes de gasto, independientemente de su ahorro presente, y los intermediarios financieros no se limitan a asignar pasivamente una cantidad limitada de ahorro entre inversiones alternativas, sino que deciden discrecionalmente el volumen de crédito que van a ofrecer, con lo que determinan la cantidad de dinero e influyen en la actividad económica (4).

En realidad, este nuevo enfoque del crédito (*credit view*) sólo es aplicable cuando el sistema financiero está suficientemente desarrollado (5), y sólo se refiere a la influencia del sistema financiero en la actividad real a través de los intermediarios financieros, mientras que el papel de los mercados de capitales es el mismo en los dos grupos de teorías, de acuerdo con las funciones mencionadas en el apartado anterior.

## 3. Trabajos empíricos sobre la relación entre sistema financiero y crecimiento económico

---

Tanto Goldsmith (1969) como King y Levine (1993 a y b), y Demirgüç-Kunt y Levine (1996) encuentran

una elevada correlación entre el desarrollo financiero de una economía (tanto por lo que se refiere a los intermediarios financieros como a los mercados de capitales) y el crecimiento económico. También muestran que los indicadores de desarrollo de los mercados de capitales (como la capitalización del mercado) están muy correlacionados con los indicadores de desarrollo de los intermediarios financieros, por lo que concluyen que *los mercados y los intermediarios financieros son generalmente complementarios*.

Partiendo de esta evidencia de relación entre desarrollo financiero en general y crecimiento económico real, Goldsmith (1969) trató de identificar la dirección de causalidad entre las dos variables para conocer cuál de las dos era anterior en el tiempo. Según el autor, la dirección de causalidad va del desarrollo económico al financiero, independientemente de la etapa de desarrollo en que se encuentre el país. Por su parte, la revisión literaria de Odedokun (1996) recoge las distintas opiniones sobre la dirección de la causalidad o, si se prefiere, sobre la prelación temporal en este ámbito. Tanto McKinnon (1973) como Shaw (1973) y Thakor (1996) concluyen que la causalidad va de las variables financieras a las reales, y no al revés. Patrick (1966) había defendido anteriormente que la dirección va del desarrollo financiero al económico, pero sólo en las primeras etapas del desarrollo, mientras que se invierte en las fases más avanzadas. Esta misma conclusión fue obtenida por Fritz (1984) para el caso de Filipinas y por Jung (1986) para un conjunto de países desarrollados y atrasados.

## III. LOS FLUJOS FINANCIEROS, LAS DISPARIDADES REGIONALES Y LA BANCA MINORISTA

---

El desarrollo económico no progresa de forma convergente o equilibrada entre las regiones de las economías occidentales ni entre los países desarrollados y los más atrasados. En este contexto, algunos autores como Dow (1990) y Davidson (1994), situados fuera de la corriente neoclásica y utilizando la teoría monetaria postkeynesiana, defienden que el dinero y el sistema financiero —tanto los mercados como los intermediarios financieros— contribuyen a que se produzca un *desarrollo regional desequilibrado* en el seno de las economías desarrolladas.

La teoría monetaria postkeynesiana se basa en el concepto clave de *preferencia por la liquidez* y en la existencia de una *oferta monetaria endógena* a escala regional, en forma de creación de crédito. La preferencia por la liquidez será mayor en las regiones que tengan un entorno económico más inestable, y esto suele

ocurrir en las regiones periféricas o más atrasadas, donde la evolución económica es relativamente más cíclica.

A medida que el sector financiero en general, no sólo el sistema bancario, profundiza en su desarrollo y se hace más sofisticado, puede esperarse que se acentúe la tendencia de que los depósitos bancarios en la periferia se vean más que proporcionalmente reducidos por las salidas de capitales hacia el centro financiero, independientemente de la situación económica relativa de la periferia respecto del centro, pero especialmente durante períodos de alta preferencia por la liquidez en las regiones periféricas. Por tanto, la pauta regional de preferencia por la liquidez se convertirá con el paso del tiempo en un factor cada vez más importante de la creación regional de crédito.

Por otra parte, en una fase avanzada de desarrollo del sistema bancario se reduce la dependencia de las reservas bancarias de cada región para la creación de crédito regional. Sin embargo, las causas de los cambios de esas reservas, reflejo de la «balanza de pagos regional», siguen teniendo una importancia central como indicador de las oportunidades de inversión en la región, de la disposición de los bancos a financiarlas y de las expectativas de los ahorradores e inversores.

En conjunto, la diferente preferencia por la liquidez en un sistema financiero desarrollado y su diversa distribución regional *aseguran una persistente asimetría en la creación regional de crédito*, y por consiguiente *en el desarrollo económico regional, a favor de las regiones no periféricas o más desarrolladas*.

La existencia de un centro y de una periferia, desde el punto de vista financiero, es consistente con la situación y las tendencias actuales del sistema financiero de muchos países, entre los cuales se encuentra el español. Esas tendencias, impulsadas por un entorno cada vez más globalizado, pueden resumirse en los siguientes puntos.

1) El *incremento en el tamaño del sector* y los procesos de *concentración bancaria*, por medio de fusiones o absorciones, reducen la competencia entre las entidades crediticias y alejan a los prestamistas de los prestatarios, con el consiguiente empeoramiento de las condiciones de los créditos y la probable reducción de la oferta de créditos a las PYME (Meyer, 1998). Berger y Udell (1996), en su trabajo, concluyen que el tamaño de las entidades financieras implica unas *deseconomías de escala* que incrementan el coste del negocio con PYME y particulares, ya que este tipo de préstamos exige un mayor seguimiento y un mayor esfuerzo para conseguir información. También Houston y James (1998) concluyen que la oferta de préstamos de filiales

o sucursales de grandes bancos nacionales es más sensible a las condiciones de la economía local que la oferta de los bancos regionales. Por su parte, Berger *et al.* (1998) consideran que el efecto final de las fusiones depende de la dimensión absoluta y relativa de los bancos participantes. Las que se producen entre entidades de tamaño pequeño y mediano se asocian con instrumentos en la oferta de crédito a las pequeñas empresas, mientras que esto no sucede en los casos de fusiones entre bancos grandes. Sin embargo, para estos autores cabe esperar que, en términos generales, el efecto final sea la reducción del crédito para las PYME, aunque otros bancos locales y prestamistas no bancarios cubrirían parcialmente esas carencias. Todo ello, añadiríamos, siempre que no hayan desaparecido con la concentración. En cualquier caso, las PYME deberían enfrentarse a costes superiores, bien por tipos de interés o por la exigencia de garantías adicionales, como resultado de la búsqueda de un nuevo banco.

2) La *tendencia desintermediadora*, que implica un crecimiento de los mercados de capitales, con la consiguiente reducción de los recursos disponibles para créditos bancarios o, desde otro punto de vista, un racionamiento del crédito en perjuicio de las empresas de menor tamaño y con unas menores garantías, o bien situadas en regiones más atrasadas.

Este panorama, caracterizado por mercados de capitales cada vez más desarrollados y donde predomina una estructura basada en un sistema de bancos nacionales con sede en el centro financiero y con sucursales regionales (*branch banking system*), subsiste en algunos países, como es el caso de España. Por su parte, las entidades de carácter regional suelen estar especializadas en el negocio al por menor, centrandose su actividad en una determinada región (*unit banking system*). Además, en nuestro país, la mayoría de estas entidades tienen una forma jurídica de estilo fundacional, sin accionistas, por lo que tratan de maximizar el valor de todos los agentes interesados en la actuación de la entidad crediticia (depositantes, clientes, etc.), de forma que el beneficio de la entidad revierte, a través de la obra social, en la región en la que opera.

Si se tienen en cuenta los nuevos enfoques de gestión financiera, que tienen como objetivo prioritario maximizar el valor del accionista, parece que este tipo de entidades financieras no tiene cabida en un sistema financiero moderno, y así algunas voces dentro y fuera de España abogan por su transformación en sociedades anónimas. Sin embargo, en nuestra opinión, estas instituciones, además de mostrar una gestión más eficiente, desempeñan un papel fundamental en el desarrollo equilibrado de las regiones, al facilitar financia-

ción a empresas y agentes económicos de menor tamaño y a regiones periféricas más atrasadas, que quedarían de otro modo excluidas del mercado nacional de recursos financieros (Locatelli, 1998).

Dentro de este contexto, las PYME y los particulares establecen y mantienen una relación especial y duradera con su banco. Suelen relacionarse sólo con uno, que eligen en función de la cercanía y familiaridad, y a él acuden para que le preste múltiples servicios relacionados con sus transacciones comerciales y con la gestión de sus depósitos. Por su parte, las entidades de crédito consiguen una información fiable de sus clientes porque tienen una relación continuada con ellos, ofrecen incentivos eficaces para que los prestatarios cumplan sus obligaciones y renegocian los términos de los contratos cuando incurren en alguna dificultad financiera. De esta forma, la relación entre los bancos locales o regionales y los pequeños prestatarios es un medio eficiente, y podría decirse que insustituible, para solucionar los problemas de información asimétrica y de costes relacionados con la concesión de créditos relativamente poco cuantiosos, por lo que hace posible la financiación de proyectos interesantes que, de otra forma, no podrían ser llevados a la práctica. Estas entidades tienen información privilegiada sobre los pequeños negocios, poseen el adecuado *know-how* y siguen políticas orientadas hacia la economía local que difícilmente serían aplicables por las grandes entidades bancarias.

Por todos los motivos aducidos —algunos ya contrastados y otros pendientes de confirmación empírica—, las entidades que tienen una mayor implantación regional y con un tamaño mediano o pequeño pueden compensar, a través de la creación de crédito, los efectos negativos de la concentración bancaria, de la desintermediación y de la mayor preferencia por la liquidez, y contribuir así a una distribución interregional más equilibrada de la renta.

#### IV. ANÁLISIS EMPÍRICO

---

Partiendo de los planteamientos teóricos anteriormente expuestos, vamos a tratar de analizar empíricamente el efecto que la disponibilidad de crédito regional en España ha tenido sobre el desarrollo de sus regiones en los últimos años.

Como punto de partida, se asume el enfoque del crédito según el cual las imperfecciones existentes en los mercados financieros y bancarios influyen en la asignación de recursos reales. Pretendemos analizar la contribución del sector financiero al desarrollo económico a través del papel activo de los intermediarios

bancarios en sus decisiones de concesión y distribución de crédito y de creación de dinero de forma endógena. En este sentido, se prescinde del papel de los mercados de capitales, debido al importante peso de la intermediación bancaria en España y también a la falta de datos de los mercados de capitales regionales.

Se trata de responder a las siguientes preguntas:

— ¿En qué medida ha contribuido el crédito bancario al desarrollo económico de España?

— ¿Se han comportado todas las regiones de la misma manera o, por el contrario, el crédito influye de forma diferencial en cada una de ellas?

#### 1. Fuentes y datos

---

Los datos de carácter real correspondientes a las 19 regiones españolas han sido tomados en base anual, y proceden de la Fundación FUNCAS, de la base de datos Sophinet (de la Fundación BBV) y del Instituto Nacional de Estadística (INE). Concretamente, se han tomado datos para el período comprendido entre 1984 y 1999, siendo las variables de interés las siguientes: renta per cápita, PIB per cápita, ahorro e inversión (todos a escala regional).

Por su parte, los datos financieros regionales comprenden créditos, depósitos y número de oficinas regionales, y proceden del *Boletín Estadístico* del Banco de España, para diferentes años.

Así pues, para el análisis temporal contamos con 19 observaciones (una por cada comunidad autónoma), y para el transversal con 16 observaciones, correspondientes a cada año del período comprendido entre 1984 y 1999.

#### 2. Metodología y especificación del modelo

---

La metodología de trabajo sigue tres etapas: la primera intenta ofrecer una visión general acerca de la relación empírica entre crecimiento económico real y disponibilidad de crédito. Una vez que se demuestra la relevancia de dicha relación desde un punto de vista empírico, se realiza un análisis temporal y espacial; finalmente, se analiza dicha relación con definiciones alternativas de las variables.

Por un lado, la variable endógena intenta cuantificar el crecimiento económico real, mientras que la exógena medirá la magnitud crédito. Para evaluar el crecimiento económico, hemos utilizado dos variables: la

renta interior bruta per cápita regional y el PIB per cápita regional. La disponibilidad crediticia se ha medido en términos de intensidad de crédito regional y, además, en valores de crédito per cápita.

El índice de intensidad de crédito per cápita (*IC*) es una aplicación del denominado «cociente de localización», que es un indicador utilizado frecuentemente en el análisis regional (6). Éste recoge la proporción entre la cuota de crédito y la cuota de población de esa región con respecto al total nacional de crédito y población, respectivamente, indicando en qué medida la participación de esa región en el crédito total del país es inferior, igual o superior a su participación en la población nacional. Si en una región el índice de intensidad de crédito es mayor que 1, quiere decir que, proporcionalmente, esa región tiene un acceso mayor al crédito del que le correspondería en función de su cuota de población.

Los datos han sido agregados según diferentes criterios, tratando de ofrecer una perspectiva espacial y temporal. A la hora de llevar a cabo el análisis para cada región, las series se han transformado para eliminar la posible tendencia determinista. El procedimiento utilizado ha consistido en tomar logaritmos e incorporar una variable explicativa o exógena que recoja esa tendencia.

La metodología empleada está basada en la estimación de coeficientes de regresión por el método de los mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Los coeficientes estimados han de ser interpretados como la elasticidad relativa de la variable crecimiento real en términos de intensidad de crédito.

### 3. Relación entre renta regional per cápita e intensidad de crédito

La función a estimar para observar la evolución en el tiempo de las dos variables a nivel agregado, puede expresarse como sigue:

$$RRpc_t = a + b ICR_t + e_t \quad [1]$$

donde:

$RRpc_t$  = logaritmo natural de la renta regional per cápita en el período  $t$ .

$ICR_t$  = logaritmo natural de la intensidad de crédito regional en el período  $t$ .

$e_t$  = residuos.

Por su parte, la función de regresión a estimar para analizar el comportamiento de cada una de las regio-

nes españolas a lo largo del tiempo, puede expresarse como sigue:

$$RRpc_j = a + b ICR_j + c T + e_j \quad [2]$$

donde:

$RRpc_j$  = logaritmo natural de la renta per cápita de la región  $j$ .

$ICR_j$  = logaritmo natural de la intensidad de crédito de la región  $j$ .

$T$  = tendencia determinista.

$e_j$  = residuos.

#### A) Evolución temporal de la relación entre renta regional per cápita e intensidad de crédito

Los resultados obtenidos de la regresión de la ecuación 1 se recogen en el cuadro núm. 1. Como se observa, la elasticidad de la renta regional per cápita respecto a la intensidad de crédito se sitúa en torno a 0,3, mostrando un cierto repunte en los dos últimos años analizados. Es decir, salvo en éstos, la elasticidad se mantiene prácticamente constante a lo largo de todo el período, independientemente de que nos encontremos en años de crecimiento o de recesión económica. En términos generales, los coeficientes estimados son estadísticamente significativos al 1 por 100.

CUADRO NÚM. 1

#### EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA RELACIÓN ENTRE RENTA REGIONAL PER CÁPITA E INTENSIDAD DE CRÉDITO

	$RRpc_t = a + b ICR_t + e_t$		
	Coefficiente estimado (b)	R <sup>2</sup>	t-Student (*)
1984 .....	0,35	0,63	5,38
1985 .....	0,35	0,66	5,76
1986 .....	0,37	0,70	6,44
1987 .....	0,35	0,66	5,78
1988 .....	0,31	0,61	5,14
1989 .....	0,33	0,63	5,38
1990 .....	0,32	0,58	4,92
1991 .....	0,31	0,55	4,60
1992 .....	0,22	0,39	3,30
1993 .....	0,25	0,45	3,73
1994 .....	0,30	0,45	3,74
1995 .....	0,31	0,48	3,93
1996 .....	0,35	0,54	4,52
1997 .....	0,39	0,61	5,19
1998 .....	0,46	0,66	5,84
1999 .....	0,50	0,69	6,24

(\*) Nivel de significación del 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Sophinet, Banco de España, INE y elaboración propia.

Sin embargo, este dato no nos ofrece información acerca de cómo se distribuye el crédito entre las distintas regiones. Lo más probable es que, durante los años con buenas expectativas de inversión, el crédito se distribuya más equitativamente, mientras que en los de coyuntura negativa se concentre en un conjunto limitado de regiones que suelen ser, por otro lado, las más desarrolladas.

Los datos obtenidos han pasado el diagnóstico de los residuos (7). No obstante, en algunos casos se aprecian picos que aconsejan realizar un análisis adicional por regiones.

### B) Análisis por regiones

Para estudiar el comportamiento de las distintas regiones respecto a estas dos variables, se estima una ecuación de regresión simple para cada una de ellas (ver cuadro núm. 2). A la vista del gráfico 1, pueden extraerse las siguientes conclusiones:

CUADRO NÚM. 2

#### ANÁLISIS POR COMUNIDADES DE LA RELACIÓN ENTRE RENTA REGIONAL PER CÁPITA E INTENSIDAD DE CRÉDITO

	$RRpc_i = a + b ICR_i + c T + e_i$		
	Coefficiente estimado (b)	R <sup>2</sup>	t-Student (*)
Andalucía .....	0,84	0,84	8,57***
Aragón .....	0,28	0,06	0,97
Asturias .....	-0,41	0,12	-1,38
Baleares .....	0,40	0,78	7,16***
Canarias .....	0,59	0,80	7,50***
Cantabria .....	0,34	0,36	2,82**
Castilla-La Mancha ....	0,59	0,17	1,73
Castilla y León .....	0,29	0,01	0,41
Cataluña .....	-0,93	0,07	-1,09
Ceuta .....	-0,11	0,17	-1,70
Extremadura .....	-0,40	0,26	-2,24**
Galicia .....	1,40	0,33	2,66**
Madrid .....	-1,08	0,70	-5,76***
Melilla .....	-0,17	0,50	-3,81***
Murcia .....	1,19	0,89	1,06
Navarra .....	-0,30	0,02	-0,55
País Vasco .....	0,06	0,000	0,21
Rioja .....	0,87	0,56	4,24***
Valencia .....	1,85	0,39	3,04***

(\*) Niveles de significación: (\*\*), 5 por 100; (\*\*\*), 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Sophinet, Banco de España, INE y elaboración propia.

1) Existe un grupo de regiones en las que se observa una relación *positiva*, a lo largo de todo el período, entre la  $RRpc_i$  y la  $ICR_i$ . Entre ellas cabe citar a Andalucía, Valencia, Canarias, Baleares y La Rioja, en las

que la elasticidad relativa de la variable endógena se sitúa entre el 1,85 y el 0,4, siendo significativa al 1 por 100. También, en Cantabria y Galicia se da una relación positiva, aunque la significación de los coeficientes es ahora del 5 por 100.

2) Por el contrario, la relación es inversa en regiones como Melilla y Madrid, con un nivel de significación del 1 por 100, y en Extremadura, con un nivel del 5 por 100. Precisamente, este fenómeno se da en las regiones más ricas y en las más atrasadas. En el caso de Madrid este hecho se explica por el hecho de ser un centro financiero donde parte de los recursos demandados se canalizan hacia otras comunidades.

3) En general, las comunidades con una mayor elasticidad positiva de la renta respecto al crédito son: Valencia, La Rioja y Andalucía, mientras que en Madrid es claramente negativa (-1,08).

El análisis de residuos muestra que, en las regiones donde la bondad del ajuste no es buena, existe un comportamiento de los residuos entre 1986 y 1995 que hace que la ecuación estimada tienda a infravalorar los valores estimados de la renta regional per cápita.

Así pues, aunque a nivel agregado se pueda concluir que existe una relación significativa entre la intensidad de crédito y la renta regional per cápita, no se puede afirmar lo mismo del análisis por regiones, lo cual muestra la importancia que tienen los flujos financieros crediticios interregionales en nuestro país. Es decir, el diagnóstico de los residuos revela que el crecimiento de la renta de una región no depende sólo de los créditos concedidos por las entidades bancarias de esa región, sino que en buena parte puede ser financiada con recursos procedentes de otras regiones o incluso del exterior.

#### 4. Relación entre PIB regional per cápita y crédito regional per cápita

Además de analizar la relación existente entre renta regional per cápita e intensidad de crédito regional, se ha procedido a considerar definiciones alternativas. La variable elegida para cuantificar el crecimiento regional en términos reales es el PIB regional per cápita, y para el caso del desarrollo financiero hemos elegido el crédito regional per cápita.

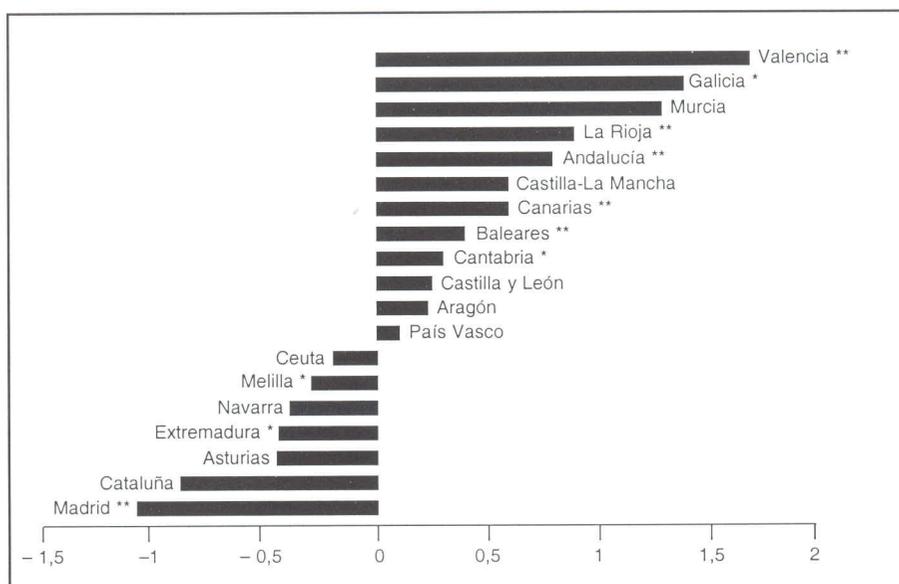
La ecuación a estimar para el análisis temporal sería:

$$PIBRpc_i = a + b CRpc_i + e_i \quad [3]$$

donde:

GRÁFICO 1

COEFICIENTE ESTIMADO DEL ANÁLISIS POR REGIONES ENTRE RENTA REGIONAL PER CÁPITA E INTENSIDAD DE CRÉDITO



Niveles de significación: \*, 5 por 100; \*\*, 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Sophinet, Banco de España, INE y elaboración propia.

$PIBRpc_t$  = logaritmo natural del PIB regional per cápita en el momento  $t$ .

$CRpc_t$  = logaritmo natural del crédito regional per cápita en el momento  $t$ .

$e_t$  = residuos.

Los resultados del cuadro núm. 3 reflejan que entre las dos variables del modelo existe una alta correlación. Ésta tiende a crecer a lo largo del tiempo, alcanzando un nivel de 0,84 para el último año objeto de estudio.

Los resultados de la estimación de la ecuación [3] son los que aparecen en el cuadro núm. 4. Como se puede observar, la elasticidad del PIB regional se sitúa en torno a 0,3 hasta 1995, subiendo de forma considerable desde entonces, hasta superar el 0,4 en 1999. Si comparamos estos resultados con los obtenidos en la ecuación [1] (regresión entre renta regional per cápita e intensidad de crédito regional), podemos comprobar que los coeficientes estimados son igualmente significativos al 1 por 100. Los resultados obtenidos han pasado el diagnóstico de los resi-

CUADRO NÚM. 3

CORRELACIÓN PARCIAL ENTRE PIB PER CÁPITA REGIONAL Y CRÉDITO PER CÁPITA

1985	0,66
1986	0,67
1987	0,69
1988	0,74
1989	0,79
1990	0,82
1991	0,78
1992	0,79
1993	0,78
1994	0,77
1995	0,80
1996	0,79
1997	0,80
1998	0,81
1999	0,84

Fuente: FUNCAS, Banco de España, INE y elaboración propia.

duos, no apreciándose problemas serios de autocorrelación (8).

Como complemento al análisis anterior, vamos a tratar de determinar si el hecho de que un incremento

CUADRO NÚM. 4  
EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA RELACIÓN  
ENTRE PIB REGIONAL PER CÁPITA  
Y CRÉDITO PER CÁPITA

$$PIBR_{pct} = a + b CRpc_t + e_t$$

	Coefficiente estimado (b)	R <sup>2</sup>	t-Student (*)
1985 .....	0,29	0,46	3,83
1986 .....	0,30	0,46	3,83
1987 .....	0,30	0,46	3,83
1988 .....	0,26	0,43	3,63
1989 .....	0,26	0,43	3,53
1990 .....	0,27	0,45	3,78
1991 .....	0,27	0,45	3,79
1992 .....	0,22	0,39	3,32
1993 .....	0,26	0,46	3,81
1994 .....	0,29	0,41	3,47
1995 .....	0,29	0,40	3,38
1996 .....	0,33	0,42	3,56
1997 .....	0,35	0,45	3,74
1998 .....	0,39	0,45	3,73
1999 .....	0,41	0,46	3,81

(\*) Nivel de significación del 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Banco de España, INE y elaboración propia.

del crédito en una región sea superior a la media nacional puede explicar un mayor incremento del PIB per cápita en esa región, y si este hecho se produce de forma continuada a lo largo de todo el período. Para ello, se trata de analizar, en primer término, la correlación existente entre las variables así definidas: a) cociente entre los incrementos de crédito per cápita de la región *j* y el de la media nacional, y b) cociente entre los incrementos del PIB per cápita de la región *j* y los de la media nacional.

Los datos relativos a los coeficientes de correlación parcial aparecen recogidos en el cuadro núm. 5. Durante los años de fuerte crecimiento (1986-1991) la correlación presenta signo positivo, situándose entre 0,35 y 0,78. Sin embargo, en el periodo de crisis (1991-1994) se aprecia una menor correlación entre las variables.

Así pues, en épocas de expansión económica existe una correlación más intensa entre las dos variables que durante los años de recesión, de forma que el hecho de poseer más (menos) crédito per cápita que la media nacional repercute directamente en un mayor (menor) crecimiento económico que la media nacional.

Entrando en la estimación de la regresión simple entre las dos variables elegidas, la ecuación a estimar será:

$$\Delta PIBpc_{jt} / \Delta PIBpc_{Jt} = a + b(\Delta CRpc_{jt} / \Delta CRpc_{Jt}) + e_t \quad [4]$$

donde:

$\Delta PIBpc_{jt}$  = incremento del PIB per cápita de la región *j* en el período *t*.

$\Delta PIBpc_{Jt}$  = incremento del PIB per cápita de la media nacional *J* en el período *t*.

$\Delta CRpc_{jt}$  = incremento del crédito per cápita de la región *j* en el momento *t*.

$\Delta CRpc_{Jt}$  = incremento del crédito per cápita de la media nacional *J* en el momento *t*.

$e_t$  = residuos.

Los resultados de la estimación, que aparecen recogidos en el cuadro núm. 6, muestran que los coeficientes son significativos al 1 por 100 y presentan signo positivo, mientras que para los años comprendidos entre 1991 y 1994 no se puede extraer ninguna conclusión dado que los coeficientes no son estadísticamente significativos.

## 5. Relación entre renta regional per cápita e intensidad de depósitos

Hasta ahora nos hemos centrado en analizar, de acuerdo con el enfoque del *credit view*, el papel que ejercen los intermediarios sobre el crecimiento a través de la concesión de créditos. Sin embargo, es conveniente tener en cuenta el papel de aquéllos en términos de captación de ahorro mediante depósitos bancarios,

CUADRO NÚM. 5  
CORRELACIÓN PARCIAL ENTRE LA DESVIACIÓN  
DEL PIB REGIONAL PER CÁPITA Y LA DEL CRÉDITO  
REGIONAL PER CÁPITA, AMBAS RESPECTO  
A LA MEDIA NACIONAL

1985-1986 .....	0,78
1986-1987 .....	0,37
1987-1988 .....	0,75
1988-1989 .....	0,56
1989-1990 .....	0,73
1990-1991 .....	0,35
1991-1992 .....	- 0,11
1992-1993 .....	- 0,04
1993-1994 .....	- 0,04
1994-1995 .....	0,75
1995-1996 .....	0,48
1996-1997 .....	0,76
1997-1998 .....	0,66
1998-1999 .....	0,74

Fuente: FUNCAS, Banco de España, INE y elaboración propia.

a pesar de la pérdida de peso relativo de éstos sobre el total del conjunto de instrumentos financieros del país.

Para ello, se va a analizar la relación existente entre la renta regional per cápita y la intensidad de depósitos (*IDR*, indicador obtenido de forma similar al de intensidad de crédito), de cara a determinar la influencia de esta variable financiera en el crecimiento real. Teniendo en cuenta el grado de desarrollo de nuestro sistema financiero, y de acuerdo con lo expuesto en la primera parte del trabajo, cabe esperar que la influencia de esta variable no resulte significativa.

El procedimiento empleado consiste en hacer un análisis de regresión en donde la ecuación a estimar será:

$$RRpc_t = a + b IDR_t + e_t \quad [5]$$

donde:

$RRpc_t$  = logaritmo natural de la renta regional per cápita en el momento  $t$ .

$IDR_t$  = logaritmo natural de la intensidad de depósitos regional en el momento  $t$ .

$e_t$  = residuos.

CUADRO NÚM. 6

**EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA RELACIÓN ENTRE LA DESVIACIÓN DEL PIB PER CÁPITA REGIONAL Y LA DESVIACIÓN DEL CRÉDITO PER CÁPITA REGIONAL, AMBAS RESPECTO A LA MEDIA NACIONAL**

$$\Delta PIBpc_{it} / \Delta PIBpc_{jt} = a + b (\Delta CRpc_{it} / \Delta CRpc_{jt}) + e_t$$

	Coefficiente estimado (b)	R <sup>2</sup>	t-Student (*)
1985-1986 .....	0,55	0,60	5,08***
1986-1987 .....	0,16	0,13	1,63
1987-1988 .....	0,30	0,56	4,70***
1988-1989 .....	0,29	0,31	2,79**
1989-1990 .....	0,26	0,54	4,47***
1990-1991 .....	0,12	0,12	1,53
1991-1992 .....	-0,04	0,01	-0,46
1992-1993 .....	-0,01	0,00	-0,16
1993-1994 .....	-0,05	0,00	-0,17
1994-1995 .....	0,50	0,56	4,65***
1995-1996 .....	0,26	0,23	2,25**
1996-1997 .....	0,40	0,58	4,89***
1997-1998 .....	0,40	0,43	3,61***
1998-1999 .....	0,75	0,55	4,54***

(\*) Niveles de significación: \*\*, 5 por 100; \*\*\*, 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Banco de España, INE y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 7

**EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LA RELACIÓN ENTRE LA RENTA REGIONAL PER CÁPITA Y LA INTENSIDAD DE DEPÓSITOS REGIONAL**

$$RRpc_t = a + b IDR_t + e_t$$

	Coefficiente estimado (b)	R <sup>2</sup>	t-Student (*)
1984 .....	0,41	0,30	2,59
1985 .....	0,40	0,28	2,43
1986 .....	0,43	0,32	2,67
1987 .....	0,44	0,34	2,79
1988 .....	0,44	0,31	2,63
1989 .....	0,39	0,29	2,48
1990 .....	0,35	0,26	2,29
1991 .....	0,35	0,27	2,35
1992 .....	0,33	0,27	2,36
1993 .....	0,32	0,28	2,42
1994 .....	0,34	0,29	2,50
1995 .....	0,33	0,29	2,49
1996 .....	0,32	0,28	2,42
1997 .....	0,33	0,28	2,43
1998 .....	0,33	0,24	2,19
1999 .....	0,35	0,23	2,16

(\*) Nivel de significación del 5 por 100.

Fuente: FUNCAS, Sophinet, Banco de España, INE y elaboración propia.

Los resultados del cuadro núm. 7 indican que la elasticidad relativa de la renta regional per cápita respecto a la intensidad de depósitos (*IDR*) se sitúa, salvo en el periodo inicial, entre 0,3 y 0,4, resultado similar al obtenido utilizando como variable explicativa la *ICR*. Sin embargo, aunque los coeficientes son significativos al 5 por 100, la bondad del ajuste no es la deseada, dado que en todos los años analizados se observa un  $R^2$  muy bajo (en torno al 0,3). Por tanto, podemos concluir que en el periodo objeto de estudio, los depósitos regionales no han influido de forma importante en la renta.

Por último, analizamos el efecto conjunto de las intensidad de crédito y la intensidad de los depósitos sobre la renta regional. Para ello, hay que verificar en primer lugar la inexistencia de multicolinealidad entre las variables que se van a considerar como explicativas, mediante el análisis de la matriz de correlaciones. Asimismo, se procede a estimar la relación entre *IDR* e *ICR* mediante una recta de regresión. Los resultados obtenidos revelan que los coeficientes estimados no son significativos y, por tanto, puede concluirse que no existen serios problemas de multicolinealidad entre las variables.

A continuación, se va a estimar en un contexto de regresión múltiple la siguiente ecuación:

$$RRpc_t = a + b_1 ICR_t + b_2 IDR_t + e_t \quad [6]$$

CUADRO NÚM. 8  
ANÁLISIS DE REGRESIÓN MÚLTIPLE

$$RRpc_t = a + b_1 ICR_t + b_2 IDR_t + e_t$$

	$R^2$	Coefficiente estimado ( $b_1$ )	t-Student (*)	Coefficiente estimado ( $b_2$ )	t-Student
1984.....	0,64	0,31	3,92***	0,10	0,81
1985.....	0,66	0,32	4,29***	0,05	0,40
1986.....	0,71	0,35	4,68***	0,04	0,34
1987.....	0,67	0,31	4,05***	0,08	0,64
1988.....	0,62	0,27	3,64***	0,11	0,76
1989.....	0,64	0,30	4,03***	0,10	0,79
1990.....	0,60	0,29	3,79***	0,09	0,79
1991.....	0,58	0,27	3,57***	0,11	1,05
1992.....	0,45	0,17	2,54**	0,18	1,42
1993.....	0,51	0,21	2,95**	0,16	1,45
1994.....	0,50	0,24	2,85**	0,16	1,37
1995.....	0,50	0,26	2,96**	0,15	1,22
1996.....	0,57	0,31	3,52***	0,11	1,00
1997.....	0,63	0,35	4,08***	0,09	0,20
1998.....	0,67	0,44	4,69***	0,03	0,30
1999.....	0,69	0,49	5,01***	0,02	0,30

(\*) Niveles de significación: \*\*. 5 por 100; \*\*\*, 1 por 100.

Fuente: FUNCAS, Sophinet, Banco de España, INE y elaboración propia.

donde:

$RRpc_t$  = logaritmo natural de la renta regional per cápita en el período  $t$ .

$ICR_t$  = logaritmo natural de la intensidad de crédito regional en el período  $t$ .

$IDR_t$  = logaritmo natural de la intensidad de depósitos regional en el período  $t$ .

$e_t$  = residuos.

Como se observa en el cuadro núm. 8, el coeficiente estimado  $b_2$  puede ser interpretado como la elasticidad parcial de la variable endógena en términos de intensidad de los depósitos. Los resultados indican que los depósitos regionales no ejercen una influencia estadísticamente significativa. Por su parte, el coeficiente  $b_1$ , de intensidad de crédito, se sitúa en torno al 0,3, mostrando cierta similitud con los resultados obtenidos en el análisis bivalente. Por tanto, la introducción de la variable de intensidad de depósitos en la ecuación a estimar no modifica el valor de los coeficientes estimados para la variable intensidad de crédito, que, por su parte, tiende a mostrar niveles relativamente estables.

## V. CONCLUSIONES

Este trabajo ha intentado analizar la relación empírica existente entre el ámbito financiero y el real de las

regiones españolas desde dos perspectivas diferentes. La primera adopta un enfoque conjunto de la economía española para el período 1984-1999, mientras que la segunda se centra en el análisis espacial, considerando de forma individualizada el comportamiento de las 19 comunidades autónomas españolas. Las principales conclusiones a las que hemos llegado en nuestro análisis son:

1. A la vista de los resultados empíricos, se aprecia un relación estable y significativa entre el crédito y el crecimiento económico de las regiones españolas a lo largo de los últimos quince años.

2. Sin embargo, el análisis por regiones no ofrece unos resultados concluyentes. Existe un diferente comportamiento entre las regiones españolas a lo largo del período de análisis. Así, en algunas, el crédito concedido puede influir positivamente en el crecimiento, mientras que en otras este resultado sólo se verifica en épocas de bonanza económica. Asimismo, hay regiones donde la relación presenta signo negativo o, finalmente, otras en las que ésta apenas se aprecia.

3. La anterior relación es, sin embargo, más fuerte cuando se toma como variable endógena la renta regional en lugar del PIB regional, lo cual puede significar que parte del crédito que se concede en una región se destina a inversiones productivas en otras regiones, cuyas rentas pueden revertir de nuevo a la región de origen.

4. Los depósitos regionales no determinan la disponibilidad de crédito regional y tampoco influyen significativamente en la renta regional per cápita. Estos resultados confirman, en principio, la hipótesis de partida de este trabajo, al afirmar que en las fases avanzadas de desarrollo del sistema financiero el crédito es el factor predominante, y no tanto el ahorro financiero.

Llegados a este punto, otras cuestiones que consideramos que deberán afrontarse en el futuro son:

1) ¿Qué factores han influido en la disponibilidad de crédito regional? A priori, pueden citarse, entre otros, los siguientes: la capacidad de ahorro, el grado de intermediación bancaria en la región, la preferencia por la liquidez o la productividad y eficiencia de la red bancaria.

2) ¿Ha contribuido el crédito regional a un desarrollo real más equilibrado de las regiones españolas?

3) ¿En qué medida factores institucionales como la estructura financiera más bancarizada y la mayor presencia de la banca regional ha influido en la convergencia real de las regiones españolas?

Para terminar, ya sólo queda resaltar que algunas de ellas están siendo analizadas en un trabajo de investigación que los autores estamos desarrollando con el apoyo de la Fundación FUNCAS.

## NOTAS

(1) En concreto, estos modelos analizan el impacto de los intermediarios financieros sobre el desarrollo económico a través de la cadena causal entre información, eficiencia de las inversiones y productividad.

(2) Un análisis de la relación entre la estructura financiera y sus efectos en la economía real se ofrece en PAMPILLÓN (2000).

(3) Para una revisión de la literatura sobre oferta monetaria endógena puede consultarse entre otros WRAG (1990) y DAVIDSON (1994), entre otros.

(4) Hay que tener en cuenta, no obstante, que una política monetaria restrictiva puede limitar la disponibilidad de recursos de las instituciones financieras.

(5) Es necesario tener en cuenta las aportaciones de la teoría de las fases de desarrollo del sistema financiero, sobre todo CHICK (1986), CHICK y DOW (1988), DOW (1990).

(6) Vid. el término *location quotient* en VANHOVE y KLAASEN (1987).

(7) Hemos realizado un análisis exploratorio de los residuos, tanto gráfico como mediante el test Durbin-Watson, observando que se encuentra en los valores estándar.

(8) Se ha utilizado tanto el análisis gráfico como el test de Durbin-Watson.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA, *Boletín Estadístico*, varios números.
- BBV, *Sophinet*, Base de conocimiento de la Fundación BBV.
- BERGER, A. N., y UDELL, G. F. (1996), «Universal banking and the future of small business lending», en SAUNDERS, A. y WALTER, I. (eds.), *Universal banking: financial system design reconsidered*, Irwin, Burr Ridge, Illinois: 558-627.
- BERGER, A. N.; SAUNDERS, A.; SCALISE, J. M., y UDELL, J. M. (1998), «The effect of bank mergers and acquisitions on small business lending», *Journal of Financial Economics*, núm. 50: 187-229.
- CHICK, V. (1986), «The evolution of the banking system and the theory of the saving, investment and interest», *Economies et Sociétés* 20, *Monnaie et Production*, núm. 3: 111-126.
- CHICK, V., y DOW, S. (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*, Edward Elgar.
- DAVIDSON, P. (1994), *Post keynesian macroeconomic theory. A foundation for successful economic policies for the twenty-first century*, Edward Elgar.
- DE LA CUESTA, M., y GARCÍA-VERDUGO, J. (1999), «La influencia de la creación de crédito sobre las disparidades regionales en España», *PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO*, número 63-64: 71-81.
- DEMIRGÜE-KUNT, A., y LEVINE, R. (1996), «Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts», *World Bank Economic Review*, mayo, núm. 10 (2): 291-332.
- DOW, S. (1990), *Financial markets and regional economic development: The Canadian experience*, Gower Publishers.
- FRITZ, R. G. (1984), «Time series evidence of the causal relationship between financial deepening and economic development», *Journal of Economic Development*, núm. 9 (1), julio: 91-111.
- GARCÍA-VERDUGO, J., y DE LA CUESTA, M. (1999), «Efectos del comportamiento diferencial de las entidades bancarias sobre la distribución espacial del crédito», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 144-145: 138-149.
- GOLDSMITH, R. W. (1969), *Financial structure and development*, New Haven, Conn, Yale University Press.
- HOUSTON, F. J., y JAMES, C. M. (1998), «Do bank internal capital markets promote lending?», *Journal of banking and finance*, 22: 899-918.
- INE (1996), *Contabilidad Regional de España*, serie 1986-1995.
- JUNG, W. S. (1986), «Financial development and economic growth. International evidence», *Economic Development and Cultural Change*, núm. 34: 333-346.
- KING, R. G., y LEVINE, R. (1993a), «Finance and growth: Schumpeter might be right», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 108: 717-737.

- (1993b), «Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, núm. 32: 513-542.
- LOCATELLI, R. (1998), *Le Casse di Risparmio fra localismo e despecializzazione. Un confronto internazionale*, ACRI, Milán, Giuffrè Editore.
- MCKINNON, R. I. (1973), *Money and capital in economic development*, Washintong D.C., Brookings Institution.
- MEYER, L. H. (1998), «The present and future roles of banks in small business finance», *Journal of Banking and Finance*, número 22: 1109-1116.
- OEDOKUN, M. O. (1996), «Alternative econometric approaches for analysing the role of the financial sector in economic growth: time series evidence from less developed countries», *Journal of Development Economics*, vol. 50: 119-146.
- PAMPILLÓN, F. (2000), «Consideraciones sobre la estructura financiera: una aproximación al sistema financiero español», *Papeles de Economía Española*, núm. 84-85: 46-62.
- PATRICK, H. T. (1966), «Financial development and economic growth in underdeveloped countries», *Economic Development and Cultural Change*, núm. 14: 174-189.
- PÉREZ, F.; MAUDOS, J., y PASTOR, J. M. (1999), *Sector bancario español (1985-1997). Cambio estructural y competencia*, Caja de Ahorros del Mediterráneo.
- SCHUMPETER, J. (1911), *Theory of economic development*, Duncket & Humblot, Lepzig.
- SHAW, E. S. (1973), *Financial deepening in economic development*, Cambridge, Harvard University Press.
- THAKOR, A. V. (1996), «The design of financial systems: An overview», *Journal of Banking and Finance*, núm. 5: 917-948.
- VANHOVE, N., y KLAASSEN, L. (1987), *Regional policy: A European approach*, Avebury, Gower Publishers (2.<sup>a</sup> edición).
- WRAG, L. R. (1990), *Money and credit in capitalist economy. The endogenous approach*, Edward Elgar Publishing Ltd., Inglaterra.

# El Nuevo Acuerdo de Basilea: tendencias en la regulación y valoración de riesgos crediticios

Giuseppina Chesini  
Elisabetta Gualandri (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

---

Con el Acuerdo de 1988, el Comité de Basilea introdujo una normativa de capitales propios para hacer frente a los riesgos del crédito bancario. No se pretendió dar a este acuerdo el carácter de marco inmutable frente a los cambios en el mercado, así que mediante una enmienda de 1996 se introdujo un requisito de capital para hacer frente al riesgo de mercado, al mismo tiempo que se permitía que los bancos utilizaran modelos internos basados en el cálculo del valor en riesgo (VAR, *Value at Risk*, por sus siglas en inglés).

Desde hace algunos años, la sencillez relativa de la medición de la suficiencia del capital con respecto al riesgo del crédito no ha estado reflejando de manera adecuada el crecimiento y la complejidad de las actividades bancarias; así, por ejemplo, para muchas operaciones con empresas privadas se exigen los mismos requisitos de capital, y los bancos —en condiciones de igualdad en la cobertura del activo— pueden sentirse estimulados a preferir las posiciones crediticias más arriesgadas y, por tanto, potencialmente más rentables. Además de estas prácticas, ciertos sistemas bancarios, en contradicción con el propósito de las regulaciones, han sido testigos de casos de contracciones crediticias y de arbitraje normativo.

Con el fin de evitar esas distorsiones, disminuir las cargas de capital, salvar de este modo el diferencial entre los recursos propios derivados de la regulación y el capital económico, y mejorar la supervisión del riesgo crediticio, en junio de 1999 el Comité de Basilea puso en circulación un borrador de trabajo, abierto a sugerencias por parte de las autoridades nacionales y de los intermediarios financieros, que contenía algunas

propuestas importantes referentes a la modificación de los requisitos de recursos propios establecidos en 1988. Basándose en los comentarios recibidos, el Comité de Basilea distribuyó, en enero de 2001, otra serie de documentos de referencia —el Nuevo Acuerdo de Basilea— que se caracterizan por una correlación más estrecha entre la evaluación de la adecuación del capital y los principales factores de riesgo en la actividad bancaria, y que proveen de incentivos a los bancos para mejorar su valoración interna de riesgos y sus capacidades de gestión. Se espera que el proceso de revisión emprendido por el Comité concluya con la publicación del texto definitivo antes de finalizar el año 2002; por su parte, se ha planeado su introducción en 2005.

Los objetivos de este documento son, por una parte, ilustrar la evolución de la regulación y del control bancario tal como se desprende del Nuevo Acuerdo de Basilea, y por otra, examinar la evolución de la regulación del riesgo crediticio y sus implicaciones para la gestión del mismo y la suficiencia de recursos propios.

## II. LOS PRINCIPIOS RECTORES DEL NUEVO ACUERDO DE BASILEA

---

La revisión del Acuerdo de Basilea parte de la necesidad de adaptar el sistema de requerimientos mínimos de capitales propios a los cambios en el ámbito financiero, sobre todo como respuesta a tres factores: la creciente complejidad de los riesgos a los que han de hacer frente los bancos de los países integrantes del G-10, la innovación financiera y los avances en las técnicas de evaluación y control de riesgos. Las directrices para el proceso de revisión de los coeficien-

tes de adecuación del capital que emanan del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (Basle Committee on Banking Supervision, 200/a) se basan en la convicción de que la estabilidad del sistema financiero en la situación actual, tan compleja y dinámica, puede conseguirse mediante la combinación de tres elementos: gestión eficiente del riesgo por parte de los bancos, actividad de supervisión y disciplina de mercado. Por consiguiente, el Nuevo Acuerdo define tres pilares que habrán de operar conjuntamente para alcanzar el objetivo de estabilidad y solvencia bancaria; el primero consiste en un coeficiente mínimo de solvencia; el segundo en la revisión por parte de las autoridades controladoras del grado de capitalización de las instituciones individuales en relación con el tipo y el nivel de los riesgos incurridos, y el tercero en la disciplina de mercado.

## 1. Primer pilar

---

En lo que respecta al primer pilar (1), permanecen inalteradas la definición de recursos propios y el coeficiente mínimo del 8 por 100 en la relación entre el capital y los activos ponderados por el riesgo (cubriendo el riesgo de crédito, el riesgo de mercado y el riesgo operativo). La revisión se centra en las mejoras en la medición de los riesgos, es decir, en el cálculo del denominador de la *ratio* de capital. Lo novedoso es la introducción de la nueva valoración del riesgo operativo. No se ha producido ningún cambio en lo que respecta a los riesgos de mercado. Para el cálculo del riesgo crediticio, se introduce una mayor diferenciación del riesgo; más aún, como ya es el caso tratándose de riesgos de mercado, los bancos pueden elegir entre el enfoque convencional y el uso de sistemas internos. Una de las primeras innovaciones es la introducción de un sistema de *ratings* externos, que es el que se utiliza en el enfoque general para definir el grado de riesgo de las posiciones individuales, con lo que se permite una mayor variedad de la ponderación de riesgos. En el caso de estructuras de gestión más sofisticadas, se permite también un sistema basado en un *rating* interno (IRB) para la evaluación del nivel de riesgo de posiciones individuales; en este caso, las autoridades decidirán, utilizando apropiados indicadores cualitativos y cuantitativos, si permiten la evaluación y validación de los sistemas internos. Se consideran dos métodos IRB: un método fundamental/básico, por el que los bancos estiman la probabilidad de incumplimiento asociada con cada prestatario, mientras que los supervisores aportarán el otro *input*, y un método avanzado, conforme al cual se permite a los bancos aportar los demás insumos.

Según el Comité de Basilea, la opción «interna» es más exacta que la de *ratings* externos en la estimación

de la solvencia del prestatario, gracias a los flujos de información no pública de la que disponen los bancos. Lo que se pretende a este respecto es estimular el posterior desarrollo de la función de gestión del riesgo y de modelos internos para la evaluación del riesgo, que ya se emplean ampliamente en los bancos más importantes y altamente desarrollados.

En cuanto al riesgo operativo, el marco de referencia se encuentra aún en sus primeras etapas de desarrollo. Se define este riesgo como «el peligro de pérdida directa o indirecta como resultado de procesos inadecuados o fallidos, de personas y sistemas o de sucesos externos» (como problemas en los sistemas informáticos, fraude o carencia de documentación para la evaluación). Se sugieren tres enfoques, con un uso creciente de criterios de calidad: el indicador básico, que utiliza un solo valor como estimación del riesgo para todas las operaciones del banco; el enfoque general, con diferentes indicadores para diferentes líneas de negocio, y el sistema de evaluación interna, mediante el cual los bancos utilizan sus propios datos de pérdidas para estimar la exposición al riesgo y determinar el capital necesario. Los enfoques segundo y tercero requieren la definición de una estructura organizativa apta para la gestión y control eficaces del riesgo operativo: una función independiente de control y auditoría del riesgo, un sistema eficaz de información, datos sobre el riesgo operativo correspondiente a cada línea de producto y el trazado del esquema gráfico de estas líneas (2).

## 2. Segundo pilar

---

El segundo pilar se refiere al papel que la supervisión desempeña «sobre el terreno», con el propósito de evaluar si el nivel de recursos propios, que en todos los casos deberá situarse por encima del nivel mínimo que determina el Acuerdo, es el suficiente para el nivel de riesgo de la actividad emprendida por cada banco, en relación también con la adecuación de los sistemas internos de valoración y control del riesgo, y si las estrategias son compatibles con el mantenimiento de una capitalización adecuada (3). Si se adopta un enfoque cualitativo y cuantitativo, el objetivo es identificar a la mayor brevedad posible las posibles erosiones graves del capital causadas por riesgos, e intervenir en diversos niveles: intensificar los controles, limitar el pago de dividendos e imponer, incluso de inmediato, aumentos adicionales de recursos propios. Como es obvio, un enfoque que se base en factores cualitativos implica un planteamiento discrecional: la acción supervisora, por consiguiente, deberá realizarse con transparencia y responsabilidad, y deberán darse a conocer los criterios que se utilicen para evaluar los sistemas internos.

### 3. Tercer pilar

El Comité de Basilea, si bien asigna la responsabilidad principal por la gestión del riesgo a la administración y a los propietarios del banco, considera también como esencial la contribución de una eficaz disciplina de mercado, que constituye el tercer pilar (4). La disciplina de mercado proporciona a los bancos fuertes incentivos para una gestión prudente y eficaz, así como para el mantenimiento de un alto nivel de capitalización frente a pérdidas potenciales derivadas de la exposición al riesgo. El supuesto en el que se basa la eficacia de la disciplina de mercado es la transparencia efectiva y la divulgación pública de toda la información pertinente: se permite de este modo que los participantes en el mercado puedan verificar la adecuación del capital bancario y, por consiguiente, su capacidad para absorber posibles pérdidas. Como es lógico, la disciplina de mercado es complementaria a una supervisión eficaz y adecuada. No obstante, estas dos funciones pueden tener propósitos encontrados: los participantes del mercado (los accionistas) están muy interesados en la estabilidad, pero también en que la rentabilidad del capital sea la adecuada. Altos niveles de capital podrían inducir a los bancos a emprender negocios más arriesgados con el fin de asegurarse una elevada rentabilidad del capital (Bagella y Caiazza, 2001).

El Comité de Basilea prevé la revelación de dos tipos de información cualitativa y cuantitativa, básica y complementaria, para que la atención se centre en un escenario limitado. Esos dos tipos se refieren esencialmente al nivel de adecuación del capital y a su composición para cada tipo de instrumento; las políticas de balance aplicadas y los procedimientos adoptados para evaluar las partidas del balance, y los aspectos cualitativos y cuantitativos de la exposición al riesgo, así como las estrategias para su gestión con referencia al riesgo de crédito, al riesgo de mercado y a otros tipos de riesgo. Las entidades bancarias tendrán también la obligación de proporcionar toda la información que sea de utilidad para el cálculo del coeficiente de recursos propios. Otra información que debería divulgarse sería la referente a factores que pueden alterar la adecuación del capital.

### III. EL ENFOQUE REGULADOR

El Acuerdo de Basilea de 1988 constituye un punto crítico en la regulación bancaria, con el paso de un marco estructural a un enfoque prudencial en el que grados más altos de libertad operativa se correlacionan con suficientes recursos propios.

El Nuevo Acuerdo, como la regulación de los riesgos de mercado, refleja una creciente atención a la

calidad de la gestión de riesgos y a la puesta en práctica de sistemas internos para evaluar y controlar el riesgo, así como de sistemas de auditoría interna para lograr que las entidades financieras estén más atentas al riesgo. La libertad en este proceso aumenta simultáneamente con el desarrollo y fortalecimiento de las funciones de gestión del riesgo, siempre que se cuente con sistemas de control eficaces: la llamada supervisión compatible con incentivos (Garrone, 2001). Ello requiere una organización capaz de manejar el riesgo, con separación organizativa y funcional entre las diversas áreas, así como una eficaz función de control interno. El Nuevo Acuerdo representa así un estímulo adicional para la responsabilización de los intermediarios, con la aplicación de esquemas reguladores «consensuales» (Gabbi, 1998) en el marco de una supervisión prudencial. Al dejar que las entidades bancarias utilicen modelos internos en vez de los métodos convencionales, se establece una lógica de cooperación tendente a introducir prácticas que hacen que sus objetivos sean compatibles con los de los supervisores y a disminuir los costes de regulación en un marco lógico de autorregulación ampliamente utilizado en los mercados financieros.

En el análisis final, al asignar una creciente importancia a los modelos internos, la orientación en el tratamiento por los supervisores de la gestión del riesgo se dirige hacia una limitación de la función reguladora mediante cambios en las tareas de validación de los sistemas internos. Puede considerarse esta función como parte del desarrollo de los modelos «consensuales» de regulación, permaneciendo inalteradas las funciones de inspección e información (Sironi, 1998). Desde este punto de vista, puede considerarse el Nuevo Acuerdo como una modalidad de la llamada «ley blanda», que se caracteriza por su flexibilidad y se basa en un esquema de «consorcio público-privado» (Vella, 2001).

Este desarrollo de la función reguladora proporciona a las entidades de crédito un fuerte incentivo para garantizar la asignación óptima de su capital y para desarrollar sistemas adecuados de gestión del riesgo, con importantes consecuencias a nivel directivo y organizativo, especialmente en lo concerniente al control del riesgo. El Nuevo Acuerdo asigna una considerable importancia a este punto, un factor que surge también de la inclusión del riesgo operativo en el cálculo de la adecuación del capital, con la importancia atribuida a la estructura organizativa y a la calidad de la información.

En resumen, los aspectos cualitativos están adquiriendo una creciente importancia y se los empareja con la revisión del coeficiente de solvencia cuando se trata de evaluar la adecuación del capital y de validar los

modelos internos por parte del organismo supervisor. El factor organizativo adquiere crucial importancia cuando se introduce en el marco supervisor un elemento «consensual» basado en la responsabilidad de la dirección.

Otras intervenciones del Comité de Basilea vienen a confirmar esta tendencia: los sistemas internos de control son esenciales para una gestión prudencial y para la promoción de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La experiencia del pasado, como el caso Barings, da pie a la creencia de que los sistemas internos de control habrían sido capaces de evitar crisis muy graves, tanto previniéndolas como poniendo énfasis en los factores cruciales antes de que estallara la crisis, con el fin de limitar sus efectos (Basle Committee on Banking Supervision, 1998).

La actividad de control interno se subdivide en cinco factores interrelacionados, refiriéndose el primero a los mecanismos de control de la empresa bancaria relacionados con la operación eficaz de los órganos de administración de la compañía y con la función de vigilancia en los niveles superiores de la administración, acompañada por el desarrollo de una cultura de control: existe la convicción de que la presencia de una sólida cultura de este tipo no garantiza necesariamente la consecución de los objetivos preestablecidos, pero que es probable que la ausencia de dicha cultura propicie el uso de prácticas poco apropiadas y haga más difícil la pronta identificación de situaciones críticas. Los restantes factores se refieren al control e identificación de riesgos, a la divulgación de información y a las correcciones de la estrategia establecida. Respecto al primer punto, se asigna al consejo de administración y a la alta dirección la responsabilidad tanto de mantener en plena vigencia las normas éticas y de integridad como de fomentar dentro del banco una cultura específica que ponga énfasis en los controles internos. El objetivo es asegurar que el comportamiento de la propia dirección influya en la cultura de control en todos los niveles de la organización.

El Comité de Basilea se refirió también a la introducción de sistemas de auditoría interna que asuman la tarea independiente de evaluar y hacer un seguimiento de la eficacia de los sistemas de control interno; los sistemas de evaluación, valoración y gestión del riesgo; la validez y exactitud de los registros e informes contables; los procedimientos para la asignación de recursos propios de acuerdo con los riesgos; la coherencia de las actividades con las normas reguladoras, y la fiabilidad y velocidad de la revelación de información a los órganos controladores (Basle Committee on Banking Supervision, 2000). Con un sistema eficaz de control interno y una auditoría externa, la función de

auditoría interna se considera parte importante del sistema de gobierno de la empresa, que puede proporcionar valioso apoyo en la relación dialéctica entre los órganos directivos y los entes supervisores. Este sistema puede constituir una fuente importante de información para ambos órganos en lo que atañe a la calidad de los sistemas internos de control, al mismo tiempo que refuerza la evaluación de la adecuación del capital.

#### IV. LA EVOLUCIÓN DE LA EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO

---

##### 1. Las innovaciones introducidas en el Nuevo Acuerdo de Basilea sobre el capital

---

Las principales modificaciones respecto a los requisitos mínimos de capital, tal como se establecen en el Acuerdo de 1988, se refieren, aparte de a la inclusión de una exigencia explícita de recursos propios para el riesgo operativo, a la elaboración de una serie de opciones para la determinación de la adecuación del capital que el banco puede elegir, en la medida en que sean autorizadas por sus respectivas autoridades de control, dependiendo de la complejidad de su sistema operativo y de la calidad de sus sistema de gestión del riesgo (Gualandri, 2001).

En lo que respecta al riesgo crediticio, las opciones incluyen el método convencional interno básico (IRB) y el método IRB avanzado.

Como regla general, los bancos más pequeños pueden utilizar el método general que, al mismo tiempo que introduce el uso de la valoración externa en la evaluación de la clasificación del crédito, representa una evolución del método provisto por el Acuerdo de 1988. Las entidades con capacidades más sofisticadas para la gestión del riesgo, y con mejores capacidades para satisfacer normas prudenciales más estrictas, pueden utilizar un sistema basado en calificaciones internas.

##### a) *Enfoque general*

En lo que respecta al método general para el manejo del riesgo crediticio (5), las ponderaciones del riesgo se atribuyen a las exposiciones a las diversas contrapartes —gobiernos, bancos y empresas— que se basan en evaluaciones de clasificación crediticia realizadas por organizaciones externas de valoración del crédito.

Conforme al Acuerdo de 1988, cada activo ponderado según su riesgo crediticio es el producto de su

respectivo coeficiente de ponderación por su grado de exposición, correspondiendo a la autoridad supervisora la determinación del coeficiente de ponderación. Las principales modificaciones introducidas con el Nuevo Acuerdo estriban en la mayor diferenciación de la evaluación del riesgo para exposiciones a gobiernos, entidades de crédito y empresas, y en la utilización de los organismos externos de valoración del crédito antes mencionados. Las Instituciones Externas de Valoración del Crédito (ECAI, por sus siglas en inglés), que pueden ser organizaciones públicas o privadas, han de contar con el reconocimiento pleno por parte de la autoridad supervisora para poder proporcionar valoraciones crediticias válidas para fines reguladores. Para evitar el llamado *cherry picking*, los bancos pueden recurrir a uno o más organismos reconocidos de supervisión, pero las valoraciones deben servir también a los bancos para la gestión interna de sus riesgos de crédito.

Al considerar los riesgos con gobiernos, el Acuerdo de Basilea de 1988 estableció una diferenciación en la parrilla de ponderación relativa a la afiliación del país en la OCSE. Se abandonó esta posición al producirse en 1999 la primera propuesta por la que el Comité fomentaba la confianza en las evaluaciones crediticias que ofrecen las Instituciones Externas de Valoración del Crédito (ECAI) seleccionadas; en particular, tratándose de riesgos con gobiernos, el Nuevo Acuerdo propone la utilización de los *ratings* de los organismos oficiales de crédito a la exportación, y que éstos se integren en la parrilla de ponderación estándar.

En lo relativo a las exposiciones a bancos —incluyendo tanto organizaciones gubernamentales como sociedades de inversión—, las entidades pueden elegir entre dos opciones: 1) todos los bancos dentro de la misma nación asumirán la misma ponderación del riesgo, posicionado dentro de una categoría más baja que el de la propia nación, o 2) se establecerán ponderaciones del riesgo con base en el *rating* correspondiente a cada institución prestataria. Dentro de la segunda opción, cuando se trata de exposiciones interbancarias a corto plazo, el Comité de Basilea ha propuesto la utilización de una ponderación reducida a condición de que aquéllas sean denominadas y financiadas en la unidad monetaria local. Esta propuesta está dirigida a garantizar un nivel adecuado de liquidez en este mercado, y a fomentar una paridad competitiva entre bancos nacionales y extranjeros en los mercados locales.

La opción dos demuestra que el Comité de Basilea ya no pretende establecer un «umbral nacional», sino que más bien reconoce que ciertos intermediarios financieros y empresas pueden merecer un *rating* más alto que el de la nación en la que están localizados.

En lo que respecta a los riesgos con empresas, el Comité ha reconsiderado la ausencia de una evaluación de los diversos niveles de riesgo entre empresas privadas —todas ellas sujetas ahora a una ponderación de riesgo del 100 por 100— y ha previsto la reformulación de ponderaciones del riesgo basadas en *ratings* externos. No es probable que el impacto de esta innovación sea muy grande, dado que las calificaciones externas de las compañías son poco comunes en Europa —especialmente en Italia— y que la mayoría de los bancos internacionales parecen tener la intención de utilizar métodos más avanzados de evaluación de riesgos.

El Nuevo Acuerdo ha reforzado la sensibilidad de la ponderación del riesgo al añadir una nueva clase de riesgo y al reformular la ponderación que se aplica a las compañías con un nivel más bajo de calidad crediticia.

Más aún, se ha regulado el tratamiento de las técnicas de atenuación del riesgo crediticio, es decir, la disminución del riesgo mediante colaterales reales, derivados crediticios, colaterales personales y la compensación de posiciones en el balance. El enfoque estándar aporta una regulación cuidadosa de la titulación.

#### a) *Sistemas internos de clasificación*

Respecto a los sistemas internos de clasificación, el Comité de Basilea establece un tratamiento análogo a los riesgos con compañías, entidades bancarias y gobiernos, así como una regulación diferenciada de las exposiciones resultantes de préstamos minoristas, financiación de proyectos y participaciones de capital.

Al considerar los sistemas de evaluación del riesgo crediticio basados en *ratings* internos —la principal innovación de la nueva propuesta reguladora—, el Comité de Basilea sostiene que la mejor manera de promover el uso bancario de estos sistemas prudentiales es mediante la adopción de un sistema IRB que evolucione gradualmente hacia niveles cada vez más avanzados.

El enfoque basado en el *rating* interno (IRB) identifica los siguientes componentes del riesgo que deben tenerse en cuenta al cuantificar la cobertura de activos requerida.

Para cada categoría de exposiciones, el sistema IRB se basa en la medición de tres componentes principales (6):

1) Componentes del riesgo, valorados por el banco mediante su propia evaluación o parámetros pru-

denciales estándar relacionados con la probabilidad de insolvencia para la exposición individual y la pérdida esperada en caso de insolvencia del prestatario.

2) Ponderaciones del riesgo —mediante las diferentes estructuras de clasificación utilizadas por los bancos— para convertir los componentes del riesgo en coeficientes que pueden emplearse en el cálculo de los activos con ponderación del riesgo; es éste el elemento del sistema IRB que lo distingue mejor del método general; se han propuesto a este respecto algunas funciones continuas que todavía siguen siendo objeto de estudio por parte del Comité.

3) Una serie de requisitos mínimos de clasificación que pueden utilizarse en el sistema IRB, validados por la autoridad supervisora, que los bancos deben satisfacer incluso en lo que atañe a la información externa.

En conjunto, para cumplir las exigencias mínimas del sistema, las entidades financieras han de mejorar sus sistemas de gestión del riesgo y elegir explícitamente el método básico o avanzado de IRB. El sistema básico IRB incorpora en el cálculo del capital mínimo la evaluación de la probabilidad de insolvencia asociada con un deudor, calculada por el banco, en tanto que la evaluación de los demás factores de riesgo se efectúa a través de la aplicación de parámetros prudenciales estándar. El método avanzado IRB puede ser adoptado, a su vez, por aquellas entidades que satisfagan normas prudenciales más rigurosas, y que puedan servirse de una serie de medidas internas de evaluación del riesgo más amplia que la que ofrece el método básico IRB para exposiciones individuales.

El Comité de Basilea pronostica y espera que un número cada vez mayor de bancos irán pasando del método estándar al IRB, y del método básico IRB al avanzado, mediante la mejora de sus técnicas de gestión del riesgo.

## 2. La evaluación del riesgo de crédito: aplicaciones actuales

Llegados a este punto, puede ser interesante considerar las características principales de las técnicas de evaluación del riesgo de crédito que los bancos tratan actualmente de poner en práctica.

A este respecto, al hablar de la valoración de este tipo de riesgo, éste se define como la posibilidad de que una variación inesperada en la evaluación del crédito de una contraparte para la que existe una exposición, genere una correspondiente variación inesperada en el valor de mercado del propio activo.

El procedimiento actual para la medición de posiciones de riesgo crediticio actúa mediante evaluaciones con respecto a:

(A) la tasa de pérdida esperada de la exposición;

(B) la variabilidad de dicha pérdida relativa a la mediana de su valor;

(C) en relación con la cartera de exposiciones, el grado de correlación entre las inversiones de las que se compone la cartera.

La tasa de pérdida esperada (A), que puede estar relacionada con la exposición de un préstamo o con una cartera de créditos, se desglosa, por lo general, en dos elementos: la tasa de insolvencia esperada (a) y la tasa de pérdida en caso de insolvencia (b); la primera se refiere al *rating* crediticio del deudor, en tanto que la segunda depende de la naturaleza de la financiación y de los diversos colaterales involucrados.

$$\begin{array}{l} \text{Tasa de pérdida esperada} \\ \text{de la exposición (A)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{(a)} \\ \text{Tasa de insolvencia} \\ \text{esperada} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{(b)} \\ \text{Tasa de pérdida} \\ \text{en caso de insolvencia} \end{array}$$

En la evaluación de la tasa de insolvencia esperada (a) pueden seguirse tres modelos principales: los modelos analíticos subjetivos, los modelos de puntuación (*scoring*) y los modelos basados en datos del mercado de capitales.

Los modelos analíticos subjetivos consisten en el estudio tradicional del crédito que permite una evaluación cuantitativa basado en los registros contables históricos y prospectivos, así como un análisis cualitativo basado en el examen de dichos elementos, como, por ejemplo, la evolución prospectiva del sector y la calidad de la gestión. Estos modelos no dan lugar, por lo general, a una tasa de insolvencia esperada, pero permiten una evaluación de ésta por cuanto utilizan variables cualitativas que no suelen aparecer en los modelos estadísticos (Barontini, 2000).

Los modelos de puntuación, por el contrario, son modelos estadísticos que asignan una ponderación a cada indicador contable, logrando una evaluación de la clasificación del crédito que se sintetiza en un único valor numérico. Existen tres categorías principales de modelos de puntuación: el análisis lineal discriminatorio, el análisis *probit/logit* y el de las redes neurales (De Laurentis, 1998).

Finalmente, los modelos de evaluación de la tasa de insolvencia esperada que utilizan datos del mercado de capitales, permiten actualmente dos enfoques principales, el primero de los cuales utiliza modelos de determinación de precios de opciones y datos relativos

al valor societario de mercado y a la volatilidad del capital accionario, en tanto que el segundo se sirve de datos relativos a diferenciales con respecto a los tipos de valores libres de riesgos implícitos en la estructura de plazos de los rendimientos de las obligaciones societarias (Sironi, 1998).

En la valoración de la tasa de pérdida en caso de insolvencia (b) son pertinentes tanto la confirmación técnica de las posiciones crediticias como los elementos de conexión referidos directamente a la especificidad de la relación crediticia.

Entre los factores técnicos relativos a la tipología del «producto» de crédito se encuentran el tipo y la eficacia de los procedimientos judiciales disponibles para la recuperación, la posible presencia de garantías colaterales reales o personales y su grado de liquidez, y la situación de la exposición, entendida como la posible presencia de formas de subordinación respecto a otros acreedores (Corigliano, 1998). Entre los factores específicos se cuentan la gravedad de la insolvencia, es decir, tratándose de préstamos empresariales, la diferencia negativa entre el valor del activo y el valor del pasivo del deudor, y el grado de liquidez de los activos de la empresa, es decir, la posibilidad relativa de convertir los activos residuales en efectivo para reembolsar a los acreedores (Saita, 1999).

Como se mencionó anteriormente, el segundo elemento fundamental en la definición del riesgo crediticio es la variabilidad de la tasa de pérdidas respecto a la mediana de su valor esperado (B), es decir, mediante la valoración de la tasa de pérdidas no previstas, en conexión con una exposición crediticia o con una cartera de créditos.

Este elemento reviste gran importancia, puesto que si bien la tasa de pérdidas esperadas se tiene en cuenta por lo general en la determinación de precios de los préstamos y queda de este modo cubierta por reservas adecuadas de capital, la tasa de pérdidas no previstas representa la parte del riesgo con la que es más difícil enfrentarse. Para valorar la tasa de pérdidas no previstas se requiere, en caso de insolvencia, una estimación de la variabilidad relativa a la mediana de los valores esperados tanto para la tasa de insolvencia como para la tasa de pérdidas. La tasa de pérdidas no previstas está enteramente condicionada por el nivel de la tasa de pérdidas esperadas (A), que sirve como punto de partida.

Finalmente, para el estudio del riesgo crediticio podemos tener en cuenta no sólo la exposición individual, sino también una cartera de exposiciones crediticias y medir consiguientemente el grado de correlación entre las inversiones (C). Evidentemente, la pérdida de

cartera no esperada tiende a disminuir en presencia de correlaciones imperfectas entre las tasas de pérdidas de las exposiciones individuales. Es evidente que la diversificación de la cartera, si se realiza con eficacia, permite una disminución importante —con los mismos rendimientos esperados— del nivel global de riesgo de la cartera (Anolli y Gualteri, 1999).

A partir de 1996, se han propuesto algunos modelos de evaluación del riesgo de crédito que se diferencian sustancialmente dependiendo de los requisitos impuestos por el sujeto evaluador, y también en función de las características intrínsecas del modelo. Tomando en consideración el enfoque metodológico adoptado para determinar la probabilidad de insolvencia y la tasa de pérdidas, los modelos principales actualmente disponibles pueden clasificarse en: 1) modelos basados en la teoría de la opción de determinación de precios; 2) modelos de tipo actuarial; 3) modelos basados en la evolución de factores macroeconómicos (Szego y Varetto, 1999).

Los modelos más ampliamente conocidos, que se basan en la teoría de la opción de determinación de precios, son CreditMetrics<sup>MR</sup>, propuesto por J. P. Morgan y derivado de RiskMetrics<sup>MR</sup> para la valoración de riesgos de mercado, y el KMV que desarrolló la compañía estadounidense homónima (Morgan, J. P., 1996). Entre los modelos de tipo actuarial, el más conocido es el CreditRisk+ elaborado por Credit Suisse Financial Products (1997) y, finalmente, de los modelos que se basan en la evolución de factores macroeconómicos, el más popular es el Credit Portfolio View, elaborado por Wilson en 1997 para McKinsey.

La dificultad principal que se presenta en el análisis de estos modelos es la elección de los parámetros que afectan profundamente a las mediciones del riesgo generado. Tales parámetros deben estar establecidos de hecho por quienes utilizan esos modelos. Un segundo problema observado en los modelos es que ignoran algunas categorías de riesgo crediticio, o que las correlaciones entre diferentes categorías de riesgo se reducen a cero. Un tercer problema es la carencia de datos históricos necesarios para determinar las tipologías de exposiciones al riesgo. Hasta el presente, tan sólo se han analizado de forma sistemática y desde un punto de vista empírico en unos pocos estudios los enfoques descritos arriba, de suerte que se hace difícil realizar una comparación de los diferentes modelos, dada su diversidad básica y la diferencia de resultados que pueden proporcionar (Saunders, 1999).

Algunos problemas pueden solucionarse si se dispone de más información sobre los procesos de evaluación. Este último aspecto subraya la necesidad de que las entidades bancarias evolucionen hacia una

valoración sistemática de datos para sus sistemas de gestión de riesgos crediticios. Estos sistemas requieren la reestructuración de los procesos tradicionales de toma de decisiones y de organización para que puedan aplicarse nuevos modelos de evaluación de riesgos del crédito y ponerse en práctica una evaluación mejorada de la clasificación crediticia de los prestatarios.

### 3. Adecuación de los capitales propios: principales cuestiones

El desarrollo reciente de la disciplina de Basilea proporciona a las entidades financieras un fuerte incentivo para garantizar la óptima asignación de su capital y desarrollar sistemas apropiados de gestión de riesgos. El planteamiento básico del Nuevo Acuerdo de Basilea es el de salvar la distancia entre la lógica de la gestión y la de la supervisión: la evaluación reguladora del riesgo tiende a converger hacia las valoraciones internas del banco; se supone que la evaluación de la adecuación del capital se aproximaría al cálculo del capital económico.

El capital es el recurso financiero que todas las compañías, incluidas las entidades de depósito, requieren para emprender las inversiones necesarias en actividades instrumentales. Sin embargo, a diferencia de otras compañías, los bancos requieren capital por razón de su negocio de asunción de riesgos y de la necesidad de hacer frente a las inevitables pérdidas que traen consigo sus actividades crediticias.

La cuantía del capital que se ha de mantener está directamente correlacionada con su exposición al riesgo y con el nivel de seguridad que se pretende. De hecho, a igualdad de riesgos, un excedente de recursos propios representa una garantía añadida de la solvencia de la entidad.

Dicho esto, la composición del capital regulador, incorporando algunos elementos de deuda, como las financiaciones subordinadas, no refleja los recursos propios disponibles de inmediato en caso de producirse pérdidas.

Dado el nivel de riesgo asumido por el banco, los recursos propios calculados para fines reguladores difiere del capital económico, que representa el montante exigido para llevar a cabo las actividades bancarias. Los bancos tienden a expresar el capital económico en términos de modelos de valor de riesgo (VAR); estos modelos requieren que las diversas tipologías de riesgos se expresen mediante escalas comparables, de suerte que se obtenga un agregado que exprese los requerimientos de recursos propios. De hecho, las diversas tipologías de riesgos se caracterizan por la

diversidad de las escalas de tiempo que se utilizan para calcular las pérdidas (plazo de tenencia) y por la diversa distribución de esas pérdidas.

Los modelos VAR, por consiguiente, son útiles para la evaluación del riesgo de inversiones en préstamos y obligaciones, ya que permiten a la entidad determinar el capital exigido para garantizar su estabilidad. En realidad, el valor esperado de la cartera de préstamos, ponderada según su probabilidad respectiva de insolvencia, hace posible identificar las pérdidas esperadas. Los bancos utilizan de ordinario fondos de reserva para absorber las pérdidas esperadas, en tanto que el capital propio sirve de amortiguador para absorber pérdidas inesperadas; por consiguiente, la atención se desplaza a la capacidad del capital mismo para absorber pérdidas no esperadas con un cierto grado de probabilidad.

Regresando ahora a la supervisión bancaria, la medida de la adecuación de recursos propios que se contiene en el Nuevo Acuerdo, como se muestra más abajo, requiere que en el numerador el capital regulador permanezca inmutable mientras varían algunas partes del denominador.

En aquellas áreas en las que varía el denominador, el Nuevo Acuerdo distingue entre los bancos que adoptan el método convencional y los que aplican los métodos IRB. Para los primeros, el Comité no espera aumentos ni tampoco descensos en el capital regulador neto, incluyendo el requisito de capital para riesgos operativos; para los segundos, los métodos IRB deberían ofrecer incentivos adicionales, en especial el que supone una disminución sustancial en la cuantía de los activos ponderados para el riesgo crediticio.

En realidad, en el cálculo del «nuevo» requisito de capital, las exigencias para el riesgo de mercado deberían permanecer básicamente inalteradas, en tanto que el Comité de Basilea sitúa las necesidades para el riesgo operativo en aproximadamente un 20 por 100 del capital regulador.

Por consiguiente, para evitar una carga gravosa, hay que disminuir los activos ponderados para el riesgo de crédito, es decir, será necesario introducir métodos sofisticados de análisis del riesgo crediticio para exposiciones individuales, como se explicó brevemente en el párrafo anterior.

Capital regulador (inalterado)

$$\frac{\text{activos ponderados por el riesgo de crédito} + \text{requerimiento de capital para riesgo de mercado (inalterado)} + \text{requerimiento de capital para riesgo operativo}}{> = \text{requerimiento mínimo de capital (8\%)}}$$

En particular, según el método básico IRB, el Comité de Basilea predice una disminución media del 2 o del 3 por 100 en los activos ponderados para el riesgo de crédito. Sin embargo, para los métodos IRB avanzados, el Comité propone que no se fijen los requerimientos de capital por debajo del umbral del 90 por 100 de los calculados según el método básico (7).

En el Nuevo Acuerdo sobre el capital, no obstante la convergencia de la medición regulatoria del riesgo de crédito y de la gestión del riesgo de crédito, la composición del capital regulador —el numerador de la *ratio*— permanece inalterada. Este hecho merece algún comentario adicional.

En primer lugar, en lo que atañe al riesgo crediticio, el Nuevo Acuerdo propone la determinación de los requerimientos de recursos propios antes de las pérdidas tanto esperadas como inesperadas. Estas últimas se reintegran normalmente a través de los márgenes de las actividades bancarias. En el caso de las pérdidas esperadas, las entidades bancarias adoptan las medidas prudenciales normales de fondos de reserva y consideran implícitamente tales pérdidas al determinar los precios (tipos de interés más elevados en la hipótesis de tasas de incumplimiento más altas). Esta calibración de las exigencias de capitales propios representa una notable divergencia de la medición del capital económico que los bancos calculan de ordinario (Troiani, 2000). Como se mencionó anteriormente, los bancos se basan en evaluaciones independientes de las pérdidas esperadas (para las que hay que hallar cobertura en los fondos de reserva o en una corrección de los activos relativos) y de las pérdidas no esperadas (para las que hay que buscar cobertura en el capital económico, es decir, en los recursos propios). Esta distinción es lógica: la pérdida esperada, en cuanto tal, no representa un componente real del riesgo, así que debe ser tomada en consideración tanto en la determinación del tipo de interés del préstamo como en la elaboración del balance general. Más aún, las pérdidas superiores a las originalmente esperadas deben cubrirse con capital accionario; de igual modo, las pérdidas inferiores a las previstas redundarán en beneficio de los accionistas del banco.

En segundo lugar, puede hacerse necesaria una revisión de la composición del capital regulador. Esta revisión incluiría los componentes que actúan como amortiguadores absorbiendo las pérdidas esperadas, como la anulación de los fondos para riesgos generales (las normas vigentes elaboradas después del Acuerdo de 1988 permiten incluir dentro del capital suplementario fondos de riesgo para créditos dentro de un límite máximo del 1,25 por 100 de los activos de riesgo ponderados, calculados para la obtención del

coeficiente de capital), así como un porcentaje de los márgenes de interés, si se requiere.

En tercer lugar, puede ser posible justificar la ampliación del requisito de recursos propios al componente de pérdidas esperadas, argumentando que el capital total de referencia (capital regulador) es más amplio que el capital de riesgo (recursos propios), incluyendo modalidades de recursos ajenos y una parte de las reservas para riesgo de crédito (Sironi y Zazzara, 2001). Es obvio que este esquema de interpretación, además de caer en un segundo error para corregir al anterior, no casa con el nivel de precisión que debe aplicarse en la determinación de las ponderaciones del riesgo en el método basado en *ratings* internos.

## V. CONCLUSIONES

---

Son muchos los comentarios que pueden hacerse en torno al Nuevo Acuerdo de Basilea en lo que atañe a las implicaciones de las nuevas tendencias de control sobre las valoraciones y la gestión del riesgo bancario, la función cambiante de las autoridades supervisoras, y la relación entre los administradores de los bancos y las propias autoridades.

La regulación del riesgo crediticio propuesta por el Comité de Basilea mediante el Nuevo Acuerdo de 2001, con el propósito de poner fin a un planteamiento rígido e indiferenciado sobre la adecuación del capital, impulsa a los bancos hacia una mejora constante de sus capacidades de gestión del riesgo, para que puedan aprovecharse de opciones más sensibles al riesgo para el cálculo del riesgo de crédito y, por ende, de requerimientos de capital más exactos. Las evaluaciones del riesgo que las entidades financieras llevan directamente a cabo están adquiriendo creciente importancia para el cálculo de las exigencias de recursos propios.

Si es evidente la ventaja que presentan los modelos internos, no podemos pasar por alto los problemas que trae consigo su puesta en práctica, y en especial sus altos costes; se trata de costes de procedimiento inherentes al diseño de los modelos, de costes de estudios de viabilidad y de tecnología de la información, puesto que hay que adaptar el modelo a una realidad compleja y manejar un gran volumen de información. En lo que respecta a los datos, somos conscientes de los problemas a los que las entidades han tenido que hacer frente durante largo tiempo y que tienen su origen en la falta de integración de sus sistemas internos de información (European Central Bank, 2001 b); este problema ofrece un incentivo para mejorar los sistemas y

redefinir la producción de información. Por otra parte, se produce cierta perplejidad en lo relativo a la introducción del riesgo operativo, tanto en lo que respecta a las cargas relativas en términos de capital en la versión actual como en relación con la posibilidad técnica de definir los *ratings* internos.

El cambio a sistemas no convencionales de evaluación de riesgos implica una nueva función de validación para las autoridades, en el contexto de un enfoque consensual de control y de la transferencia de un mayor grado de responsabilidad a la dirección de los bancos. En este nuevo marco, deberá incrementarse el diálogo entre los gestores bancarios y los supervisores, de manera que se haga posible la puesta en marcha y el funcionamiento del esquema de asociación público-privado en el área de la supervisión. Dos aspectos adquieren especial relieve en este tema. El primero de ellos tiene que ver con la definición de estándares aceptables para la construcción de modelos y para la validación de la exactitud de las valoraciones del riesgo: ha de lograrse un equilibrio entre flexibilidad y las oportunidades para la utilización de técnicas innovadoras y la necesidad, por otra parte, de una valoración apropiada y exacta del capital de riesgo que permita establecer comparaciones entre las entidades bancarias (Hirtle *et al.*, 2000). Es preciso profundizar más en estos aspectos, y también en lo que respecta al riesgo operativo.

Un segundo factor tiene que ver con la relación compleja existente entre las instituciones bancarias y los supervisores, así como con la idoneidad del personal de los organismos de supervisión para el control del riesgo que se plantea con respecto tanto a los instrumentos utilizados como al procedimiento que se adopta. La cultura de gestión de los organismos de control ha de permitir la adopción de un planteamiento flexible para la revisión de la adecuación de los bancos en el desarrollo de sus operaciones, con la finalidad de identificar situaciones anómalas y/o de riesgo inadecuadas (Davies, 1996), y de desarrollar al mismo tiempo la función de validación. Por último, pero no por ello menos importante, el creciente enfoque discrecional requerido por la importancia que han adquirido las valoraciones cualitativas implica la transparencia y la responsabilidad de los criterios aplicados, que, por consiguiente, deberán explicitarse.

El reto final es el logro de los objetivos establecidos; es decir, la capacidad del nuevo marco de referencia para adaptarse al escenario financiero y a las innovaciones, sin exigir por ello mayores costes en términos de adecuación del capital para los bancos (en realidad, los costes deberían disminuir en los bancos sensibles a la gestión del riesgo).

El factor sin duda más complejo es la posibilidad específica de que el tercer pilar pueda actuar de manera adecuada a través de la divulgación y la transparencia: para este fin debería introducirse un conjunto común de principios que permitan establecer comparaciones entre bancos de diferentes países. Es mucho lo que está en juego: si opera la disciplina de mercado con el reforzamiento de las normas de gobierno empresarial, se obtendrá como resultado un sistema más eficiente con una menor necesidad de controles públicos y de costes derivados de ellos.

## NOTAS

(\*) Documento presentado en la Conferencia Anual de la Asociación Europea de Profesores Universitarios de Banca y Finanzas - Wolpertinger, Málaga 5-8 septiembre 2001.

Si bien esta investigación es un trabajo conjunto, GIUSEPPINA CHESINI escribió la sección 4, en tanto que ELISABETTA GUALANDRI se hizo cargo de las secciones 2 y 3.

(1) Para tener una visión completa, véase: Basle Committee on Banking Supervision, 2001a, b y c. Se analizarán algunos aspectos en el párrafo 3.

(2) Para un comentario preliminar sobre las propuestas del Comité de Basilea sobre el riesgo operativo, véase ARTHUR ANDERSEN (2001).

(3) El apartado 2 se detalla en Basle Committee on Banking Supervision (2001d).

(4) El apartado 3 se detalla en Basle Committee on Banking Supervision (2001e).

(5) El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria ilustra el enfoque estándar para el riesgo crediticio (Basle Committee on Banking Supervision, 2001f).

(6) Para un análisis más completo, Basle Committee on Banking Supervision (2001g).

(7) El Comité propone emprender una evaluación de los resultados obtenidos en términos de requerimientos de capital dos años después de la adopción de los métodos IRB avanzados.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANOLLI, M., y GUALTIERI, P. (1999), *La misurazione del rischio di credito nella gestione delle banche*, Il Mulino, Bologna.
- ARTHUR ANDERSEN (2000), *Basle and operational risk: new perspectives, new challenges*.
- BAGELLA, M., y CAIAZZA, S. (2001), «L'accordo di Basilea 2001: verso una nuova regolamentazione dei requisiti del capitale bancario», en *Bancaria*, núm. 4.
- BARONTINI, R. (2000), *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino, Bologna.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1998), *Framework for internal Control Systems in Banking Organisations*, septiembre, Basilea.

- (1999), *Credit risk modelling: current practices and applications*, abril.
- (2000), *Internal audit in banking organisations and the relationship of the supervisory authorities with internal and external auditors*, documento de consulta, julio, Basilea.
- (2001a), *The New Basle Capital Accord*, documento de consulta, Basilea, enero.
- (2001b), *Overview of the New Basle Capital Accord*, Documento de consulta, Basilea, enero.
- Secretariado (2001c), *The New Basle Capital Accord: an explanatory note*, Documento de consulta, Basilea, enero.
- (2001d), *Pillar 2 (Supervisory Review Process)*, Documento de consulta, Basilea, enero.
- (2001e), *Pillar 3 (Market Discipline)*, Documento de consulta, Basilea, enero.
- (2001f), *The standardised approach to credit risk*, Basilea, enero.
- (2001g), *The internal rating based approach*, Documento de consulta, Basilea, enero.
- CORIGLIANO, R. (1998), *Rischio di credito e pricing dei prestiti bancari*, Bancaria Editrice, Roma.
- CREDIT SUISSE FINANCIAL PRODUCTS (1997), *Credit Risk+, A Credit Risk Management Framework*, Credit Suisse Financial Products, Londres.
- DAVIES, H. (1996), «Culture of regulation», en *Financial Stability Review*, Banco de Inglaterra, otoño.
- DE LAURENTIS, G. (1998), «I Processi di rating e I modelli di scoring», en SIRONI, A., y MARSELLA, A., *La misurazione e la gestione del rischio di credito*, Bancaria Editrice, Roma.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2001a), *Annual Report 2000*, Francfort.
- (2001b), «The new capital adequacy regime: de ECB perspective», en *Monthly Bulletin*, mayo.
- GABBI, G. (1998), «Obiettivi della vigilanza e regolamentazione consensuale nel mercato bancario», en CARRETA, A. (ed.), *Banche e intermediari non bancari; concorrenza e regolamentazione*, Bancaria Editrice, Roma.
- GARRONE, F. (2001), «Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la revisiones dell'Accordo sul capitale», en *Bancaria*, núm. 1.
- GUALANDRI, E. (2001), «Il ruolo della Banca centrale e degli altri organismi di controllo: amministratori del sistema a attori nel cambiamento culturale delle banche», en CARRETA, A. (ed.), *La cultura aziendale come strumento di governo del cambiamento della banca*, Bancaria Editrice, Roma.
- HIRTLE, B.; LEVONIAN, M.; SAIDENBERG, M.; WALTER, S., y WRIGHT, D. (2000), «Using Credit Risk Models for Regulatory Capital: Issues and Options, FRBNY», en *Economic Policy Review*.
- MACHAUER, A., y WEBER, M. (1998), «Bank behavior based on internal credit ratings of borrowers», en *Journal of Banking and Finance*, núm. 22.
- MORGAN, J. P. (1996), *RiskMetrics<sup>MR</sup> Technical Document*, cuarta edición, Nueva York, diciembre.
- RISK (2001), febrero, abril.
- SAITA, A. (1999), *Il risk management in banca*, Egea, Milán.
- SAUNDERS, A. (1999), *Credit Risk Measurement*, Wiley, EUA.
- SIRONI, A. (1998), «I modelli per la stima dei tassi di insolvenza basati sui dati del mercato dei capitali», en SIRONI, A., y MARSELLA, A., *La misurazione e la gestione del rischio di credito*, Bancaria Editrice, Roma.
- SIRONI, A., y ZAZZARA, C. (2001), «Il nuovo accordo di Basilea: possibili implicazioni per le banche italiane», en *Bancaria*, número 4.
- SZEGO, G., y VARETTO, F. (eds.) (1999), *Il rischio creditizio. Misura e controllo*, UTET, Turín.
- TROIANI, M. (2000), «Il processo di allocazione del capitale e gli impatti sulla pianificazione e il controllo di gestione», en *Bancaria*, núm. 5.
- VELLA, F. (1998), «Il corporate governance nelle banche tra regole di vigilanza e disciplina del mercato», en *Banca Impresa Società*, núm. 1.
- (2001), «Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali», documento presentado en la Conferencia *I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?*, Bolonia, 4 de mayo de 2001.



# Características diferenciales de las crisis en las economías emergentes: lecciones para prevenir y manejar estas crisis

Alicia García Herrero (\*)

## INTRODUCCIÓN

Tras la era de Bretton Woods, un gran número de países de economías emergentes (1) se han visto afectados por crisis financieras, que se presentaron con frecuencia y gravedad crecientes. La misma situación se ha dado en los países industrializados, aunque la incidencia y la gravedad de dichas crisis se ha reducido (FMI, 1998; Banco Mundial, 1998-1999). Así, como muestra el cuadro núm. 1, durante los veinte últimos años, los países emergentes han sufrido un número mayor de crisis que los industrializados, con un coste fiscal y macroeconómico más elevado.

Las crisis que generalmente se consideran como más graves —tanto por su magnitud como por el contagio a otras regiones— de las ocurridas en los países emergentes son cuatro: la crisis de la deuda latinoamericana de 1982-1983, la crisis mexicana de 1994-1995, la asiática de 1997-1998 y la rusa de 1998 (Lamfalussy, 2000). La mitad de estas cuatro crisis tuvo lugar en Latinoamérica, lo que indica que dicha región es, o al menos ha sido, la zona más expuesta al riesgo. Esta conclusión no debe sorprender si se considera que Latinoamérica es también la región del mundo que presenta más volatilidad en la mayoría de las variables macroeconómicas, y que existe un claro vínculo entre la volatilidad macroeconómica y el rendimiento económico (Hausmann y Gavin, 1996). Hasta que se produjo la oleada de entradas de capital extranjero en los primeros años de la década de los noventa, las crisis de los países emergentes (y la latinoamericana es el ejemplo más claro) se debían a la mala gestión macroeconómica, que producía déficit públicos, inflación y un nivel de endeudamiento público con el exterior excesivos. En la década de los noventa, las crisis financieras de los países emergentes no han estado tan relacionadas con una mala gestión macroeconómica, salvo quizás en el caso de Rusia, aunque se ha

seguido produciendo un endeudamiento aún excesivo, en Asia por el lado del sector privado y en Rusia por el del sector público (la crisis que atraviesa Argentina actualmente es también de esta naturaleza). Así, en ambas décadas, el amplio endeudamiento y la acusada dependencia externa, que hacen que la economía de un país sea muy volátil, son las causas esenciales —lógicamente interrelacionadas— de las crisis financieras. El cuadro núm. 2 muestra la inherente volatilidad macroeconómica de los países en desarrollo con respecto a los industrializados. El cuadro núm. 3 establece una comparación entre regiones emergentes, y el gráfico 1 muestra el aumento del flujo de capitales hacia los países emergentes en los veinte últimos años.

En este mismo marco temporal se produjeron varias crisis en el mundo desarrollado, entre las cuales la del SME (1992-1993) fue probablemente la que tuvo peores consecuencias macroeconómicas para los países que la sufrieron. El derrumbamiento del mercado de valores en 1987 en los Estados Unidos tuvo un efecto relativamente importante sobre los mercados financieros globales, pero en menor medida sobre la economía. En los inicios de la década de 1990, Japón inició una larga recesión, con rasgos de crisis financiera, y todavía hoy lucha por recuperarse de ella. Por último, los Estados Unidos experimentaron varios episodios de problemas bancarios, particularmente en el sector de *savings and loans* a finales de los ochenta, así como el salvamento de Continental Illinois en 1984 y la crisis bancaria de Texas de 1985-1989 (2). Salvo, tal vez, la crisis del ERM, todos los demás episodios se debieron principalmente a burbujas en los precios de los activos y no a vulnerabilidad externa, como en el caso de los países emergentes.

Las crisis financieras se han venido clasificando habitualmente en cambiarias, bancarias y gemelas,

CUADRO NÚM. 1

**COSTE DE LAS CRISIS MEDIDO EN TÉRMINOS DE PÉRDIDA DE PIB CON RESPECTO A LA TENDENCIA:  
DIFERENCIAS ENTRE TIPOS DE CRISIS Y TIPOS DE PAÍSES**

	NÚMERO DE CRISIS	TIEMPO MEDIO DE RECUPERACIÓN (a) (EN AÑOS)	PÉRDIDAS ACUMULADAS DE PIB POR CADA CRISIS (b) (EN P.P.)	CRISIS CON PÉRDIDAS DE PIB (c) (EN PORCENTAJE)	PÉRDIDAS ACUMULADAS DE PIB POR CADA CRISIS EN LA QUE HUBO PÉRDIDAS DE PIB (d) (EN P.P.)
<i>Crisis cambiarias</i> .....	158	1,6	4,3	61	7,1
Países industrializados .....	42	1,9	3,1	55	5,6
Países emergentes .....	116	1,5	4,8	64	7,6
<i>Desplomes del tipo de cambio (e)</i> .....	55	2,0	7,1	71	10,1
Países industrializados .....	13	2,1	5,0	62	8,0
Países emergentes .....	42	1,9	7,9	74	10,7
<i>Crisis bancarias</i> .....	54	3,1	11,6	82	14,2
Países industrializados .....	12	4,1	10,2	67	15,2
Países emergentes .....	42	2,8	12,1	86	14,0
<i>Crisis gemelas: cambiarias y ban-</i> <i>carías (f)</i> .....	32	3,2	14,4	78	18,5
Países industriales .....	6	5,8	17,6	100	17,6
Países emergentes .....	26	2,6	13,6	73	18,8

(a) Tiempo medio hasta que el crecimiento del PIB recupera la tendencia. Al disponer sólo de datos anuales de crecimiento del PIB en todos los países, el tiempo mínimo de recuperación se fijó en un año.

(b) Calculado como suma de las diferencias entre el crecimiento del PIB y la tendencia desde que inicia la crisis hasta el momento en que el crecimiento recupera la tendencia, como promedio de todas las crisis.

(c) Porcentaje de crisis en las que la producción fue inferior a la tendencia desde que inicia la crisis.

(d) Calculado como suma de las diferencias entre el crecimiento del PIB y la tendencia desde que inicia la crisis y hasta el momento en que el crecimiento anual de la producción recuperó su tendencia, como promedio de las crisis en que hubo pérdidas de producción.

(e) Se consideran desplomes cambiarios a las crisis en las que el componente del tipo de cambio dentro del «índice de exceso de presiones de mercado» (compuesto por variaciones en el tipo de cambio, tipo de interés y reservas) representa un 75 por 100 o más del índice, en el caso en que este muestre una crisis.

(f) Se consideran crisis gemelas cuando se produce una crisis bancaria a un año vista de la crisis cambiaria.

Fuente: FMI (1998).

según involucraran al régimen cambiario, al sistema bancario o a ambos, y en sistémicas o no según su tamaño y consecuencias (FMI, 1998). Se ha prestado menos atención a las características diferenciales de las crisis según los países que las sufren. De igual modo, si bien es cierto que las cuatro grandes crisis de los países emergentes han sido objeto de un considerable interés, sus causas y sus consecuencias no han sido recogidas plenamente por las dos principales escuelas de pensamiento económico especializadas en crisis. Este artículo sostiene que dichas escuelas de pensamiento, al menos en su estado original, no consiguen explicar de forma suficientemente adecuada las razones que subyacen a las crisis financieras de estos países.

En las siguientes páginas se desarrollará esta idea, incluyendo una revisión de las causas principales de las crisis financieras en las dos escuelas de pensamiento especializadas en crisis económicas. Una comparación entre ambas demostrará que no describen adecuadamente las causas que desencadenan las crisis en los países emergentes. Esta cuestión es importante, ya que las citadas escuelas de pensamiento no

sólo analizan los orígenes de las crisis financieras, sino que también ofrecen recomendaciones políticas para prevenir y gestionar dichas crisis. Si no se logra comprender el tipo de crisis que está sufriendo un país, será muy difícil tomar las medidas apropiadas para manejarla del modo más eficiente.

## I. LA CRISIS FINANCIERA EN LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO

Las crisis financieras se han situado en el centro de la atención de los economistas desde los tiempos de Adam Smith, quien se refirió a ellas calificándolas de «exceso de intercambio» seguido por el rechazo y desprestigio. Lord Overston, distinguido monetarista de mediados del siglo XIX, amplió hasta nueve la clasificación de las tres fases descritas por Adam Smith: tranquilidad, confianza, prosperidad, exaltación, exceso de intercambio, convulsión, presión y estancamiento, para concluir de nuevo en tranquilidad. En su famosa obra *Lombard Street*, Bagehot (1962) señaló que «todas las grandes crisis revelan la excesiva especulación de muchas casas de inversión de las que nadie había sos-

CUADRO NÚM. 2

**VOLATILIDAD DE LOS INDICADORES MACROECONÓMICOS Y BANCARIOS (1908-1995) (a):  
COMPARACIÓN ENTRE UN GRUPO DE PAÍSES EMERGENTES E INDUSTRIALIZADOS**

PAÍSES EMERGENTES	PIB	INFLACIÓN	DEPÓSITOS BANCARIOS (b)	CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO (b)
India .....	2,2	4,1	3,4	4,6
Hong Kong .....	3,4	3,5	7,9	6,9
Corea .....	3,5	7,2	5,3	5,6
Singapur .....	3,3	2,6	5,7	4,6
Taiwán .....	2,4	5,5	6,4	8,7
Indonesia .....	2,0	3,1	7,8	20,1
Malasia .....	3,0	2,4	8,8	8,4
Tailandia .....	2,7	4,6	6,6	6,5
Argentina .....	5,5	860,0	23,5	34,4
Brasil .....	3,7	767,6	20,7	32,8
Chile .....	5,8	7,5	20,9	21,8
Colombia .....	1,5	3,9	9,0	9,1
México .....	4,2	39,4	33,2	22,1
Venezuela .....	4,9	21,9	12,7	16,0
<b>Memo: países desarrollados</b>				
Estados Unidos .....	2,1	3,1	4,4	3,4
Japón .....	1,8	2,0	2,5	2,5
Alemania .....	1,8	1,9	5,4	3,1

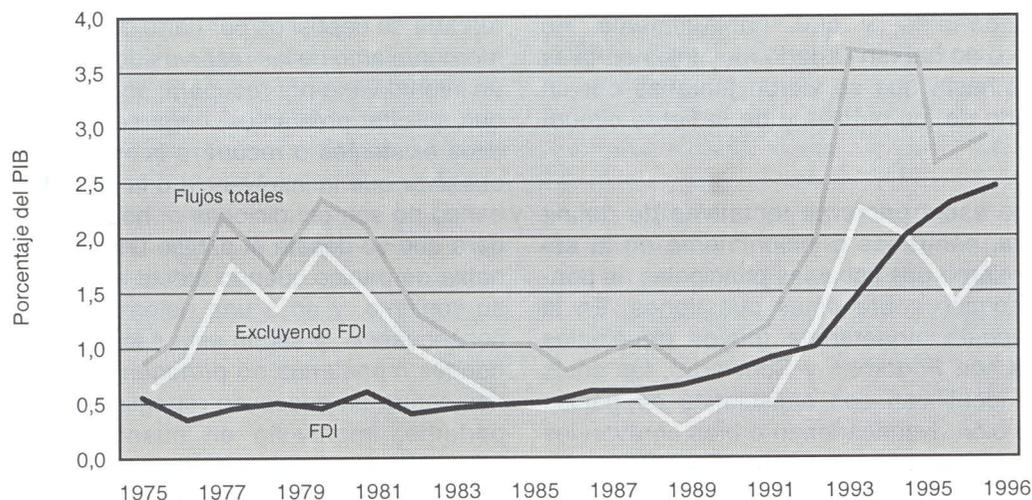
(a) Medido como la desviación típica de las variaciones anuales.

(b) Como porcentaje del PIB.

Fuente: LAMFALUSSY (2000).

GRÁFICO 1

**LOS FLUJOS DE CAPITAL SON VOLÁTILES, PERO EL FDI HA VENIDO CRECIENDO DE MANERA SOSTENIDA**  
Flujos netos de capital privado hacia países en desarrollo, 1975-1996



Nota: Promedio ponderado de un grupo de países.

Fuente: Banco Mundial, 1998.

CUADRO NÚM. 3  
VOLATILIDAD EN LOS PAÍSES EMERGENTES (\*)

	IBEROAMÉRICA Y CARIBE	PAÍSES INDUSTRIALIZADOS	ESTE DE ASIA	SUR DE ASIA	OTROS PAÍSES DE ESTE DE ASIA Y EL PACÍFICO	ÁFRICA SUBSAHARIANA	ORIENTE MEDIO Y NORTE DE ÁFRICA
<b>Variables macroeconómicas</b>							
Crecimiento del PIB real ( <i>desviación típica</i> ) .....	4,7	2,2	3,0	3,4	4,1	5,3	7,9
Variación en el tipo de cambio real ( <i>desviación típica</i> ) .....	13,4	4,8	6,2	nn.	8,9	19,4	5,5
Tasa de inflación ( <i>desviación típica</i> ) .....	463,5	3,9	6,2	7,9	10,8	88,7	7,0
Número de recesiones .....	2,7	2,1	0,7	1,8	3,7	3,9	3,2
Duración media de cada recesión (en años) .....	1,9	1,3	1,0	1,2	1,5	1,5	1,7
Intensidad de las recesiones (en porcentaje del PIB) .....	- 8,0	- 2,0	- 1,6	- 3,5	- 8,7	- 6,0	- 11,7
<b>Políticas macroeconómicas</b>							
Desviación típica de:							
Déficit fiscal (porcentaje del PIB) .....	4,7	2,4	2,4	4,2	3,5	4,5	8,5
Consumo público (porcentaje del PIB) .....	2,5	1,6	1,1	2,1	4,1	3,7	5,5
Agregado monetario (porcentaje del PIB) .....	5,5	2,4	1,9	1,4	1,0	3,8	3,1
Crecimiento del agregado monetario (porcentaje del PIB) .....	211,11	5,6	13,6	7,4	13,3	93,7	13,1
<b>Shocks externos</b>							
Desviación típica de:							
Variación de condiciones de intercambio .....	5,1	8,9	8,0	7,9	11,4	22,1	25,6
Entradas de capital (porcentaje del PIB) .....	2,8	1,7	1,5	1,1	3,9	4,4	6,1

(\*) Se calcularon las desviaciones típicas del período 1970-1992.  
Fuente: HAUSMANN y GAVIN (1996).

pechado anteriormente, y que, habitualmente, no habían iniciado o no habían llegado muy lejos en tales especulaciones hasta que se vieron tentadas por un incremento diario de los precios y de la fiebre circundante».

Después de estas primeras tentativas de definir crisis financiera, centradas principalmente en la especulación, surgieron dos escuelas principales de pensamiento económico sobre estas cuestiones. En la primera, la escuela monetarista (cuyos principales representantes son Friedman y Schwartz), las crisis financieras se identifican con situaciones de pánico bancario que o bien desencadenan o bien agravan los efectos de una contracción monetaria. Para Schwartz, la crisis financiera se ve alimentada por el miedo a que no puedan obtenerse medios de pago a ningún precio, lo que, en un sistema bancario de reservas fraccionales, conduce a la lucha por hacerse con efectivo. Por lo tanto, una crisis financiera se precipita por la repentina

retirada de depósitos por parte del público y por el desmoronamiento de las reservas del sistema bancario. En un intento vano por recuperar liquidez, los bancos pueden solicitar préstamos, negarse a refinanciar los créditos existentes o recurrir a la venta de activos. Cabe observar que la insolvencia o la falta de liquidez de un banco no son condiciones ni necesarias ni suficientes para que se desate el pánico financiero. De hecho, se habla de pánico cuando afecta al sistema bancario en su conjunto, y no a una determinada institución. Por consecuencia, y según esta escuela, cuando las autoridades monetarias no protegen las reservas monetarias contra un descenso repentino y relativamente importante, imprevisto en cuanto a su magnitud y velocidad, sí se produce una condición suficiente para que se desencadene una crisis.

La segunda escuela está representada por los trabajos de Fisher y Kindleberger, principalmente, con extensiones posteriores de Minsky y Mishkin. Esta escuela

la considera las crisis financieras como un evento que se puede desatar tras haber alcanzado el punto máximo de ciclo, tras el que se produce un cambio de tendencia en que puede desembocar en crisis en la medida que no ocurre de manera controlada. En su libro *Manías, pánicos y colapsos*, Kindleberger (1996) enumera las fases de una crisis financiera; esta suele iniciarse con algún cambio de oportunidad (denominado «trastorno»), como puede ser el descubrimiento de nuevos mercados, nuevas tecnologías o transformaciones políticas. El hecho de que pueda ocurrir un trastorno no quiere decir que no existan expectativas racionales. Cada persona trata de comportarse de una manera racional, pero puede ocurrir (y la historia económica así lo confirma) que la suma total de las reacciones de todas las personas ante la oportunidad sea excesiva. El trastorno sigue la vía de la expansión del crédito, el alza de los precios (en especial, de los activos) y la euforia. Surge entonces la moda de el «exceso de intercambio» y, en último lugar, cuando ciertas personas demasiado endeudadas se sienten presio-

nadas, los mercados empiezan a caer. Kindleberger denomina a esta fase «zozobra», que va seguida por «rechazo» y «desprestigio». La fase final puede ser la del pánico autoalimentado. El que se llegue o no a la fase final dependerá en gran parte de la reacción de los participantes, del sector privado y de las autoridades nacionales e internacionales (véase el cuadro núm. 4 que compara ambas escuelas).

Aunque las crisis financieras de los países emergentes se inclinan más bien hacia esta segunda escuela de pensamiento, existen importantes diferencias. Por ejemplo, es difícil aplicar el concepto de ciclo económico a una economía emergente. En realidad, los ciclos de estos países no se generan de manera intrínseca, sino que dependen mucho más del humor de los inversores internacionales, especialmente si la cuenta de capitales está liberalizada. Dicho de otro modo, las principales causas de las crisis financieras de los países emergentes no son inherentes a su ciclo economi-

CUADRO NÚM. 4  
PRINCIPALES ESCUELAS DE PENSAMIENTO ECONÓMICO SOBRE CRISIS FINANCIERAS

FRIEDMAN Y SCHWARTZ (MONETARISTAS)	FISHER, MINSKY Y KINDLEBERGER (CICLO ECONÓMICO)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Definición más limitada de crisis financiera</li> <li>• Se inicia con una crisis bancaria</li> <li>• Evitable</li> <li>• Requiere la intervención del prestamista de última instancia nacional. No es necesario un prestamista de última instancia internacional</li> <li>• Compatible con expectativas racionales</li> <li>• La actividad económica real se ve afectada por la marcada reducción de los agregados monetarios, debido a los retiros masivos de depósitos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inherente al ciclo económico</li> <li>• Se inicia con una crisis de liquidez y puede convertirse en una crisis de deuda y/o bancaria</li> <li>• Inevitable</li> <li>• Requiere la intervención del prestamista de última instancia nacional. También es necesario un prestamista de última instancia internacional, especialmente en el caso de crisis financieras sistémicas</li> <li>• Aunque se intenta hacer compatible con expectativas racionales, se tiende a asumir que existe ilusión monetaria</li> <li>• La actividad económica real se ve afectada por la caída de los precios de los activos, que reduce el patrimonio neto y los beneficios de los distintos sectores y puede conducir a quiebras</li> </ul>
MONETARISTAS	DEFENSORES DE LA TEORÍA DEL CICLO ECONÓMICO
<p><i>Definición</i> No hay crisis financieras per se a no ser que el cambio de activos financieros a efectivo conduzca a un retiro masivo de depósitos de los bancos.</p>	<p>Las crisis financieras son inherentes al ciclo y, por lo tanto, inevitables.</p>
<p><i>Frecuencia</i> Muy limitada. Para Schwartz (1986), sólo se produjo una vez en los Estados Unidos (1929) y también una vez en el Reino Unido (1866). Considera que todas las restantes son «seudo-crisis». Schwartz atribuye la casi desaparición del número de crisis sistémicas a: a) los cambios institucionales que se realizaron a partir del año 1933 en Estados Unidos y desde 1866 en el Reino Unido, como la introducción del prestamista de última instancia; b) la familiaridad y la confianza del sector privado sobre las respuestas de las instituciones y las autoridades.</p>	<p>El número de crisis financieras es cada vez menor en virtud de: a) la práctica desaparición de las leyes de usura, que hace posible que los tipos de interés suban lo suficiente para limitar el riesgo moral; b) la ausencia de extravagancias en mercados que han aprendido con la experiencia; c) el apaciguamiento de las ansiedades a causa del conocimiento de la existencia de un prestamista de última instancia. No obstante, mayor frecuencia de las crisis cambiarias, relacionada con la elección del régimen de cambio (Kindleberger, 1982 y 1996).</p>
<p><i>Soluciones</i> Necesidad de un prestamista de última instancia, pero no sólo público, sino también privado, pero sólo en caso de una verdadera crisis financiera, no de las pseudo-crisis (Schwartz, 1986). Schwartz sostiene que las políticas adoptadas después de 1866 en el Reino Unido y de 1929 en Estados Unidos para atajar pseudo-crisis fueron ineficaces e inflacionistas.</p>	<p>Favorables al uso del prestamista de última instancia para evitar pánicos y contagios, pero no sólo nacional sino también internacional, especialmente en el caso de crisis sistémicas (Kindleberger, 1996).</p>

co, sino que presentan una naturaleza más extrínseca: la dependencia externa.

Dentro de la segunda escuela, dos autores —Minsky y Mishkin— han tratado de ofrecer una explicación más adecuada de las crisis financieras en los países. El primero se centra en la fragilidad del sistema bancario; el segundo, en el excesivo endeudamiento.

Mishkin (1996) recurre a la existencia de información asimétrica en el sector bancario para explicar por qué los países emergentes pueden pasar drásticamente de un camino de sólido crecimiento a una crisis financiera y a un sucesivo descenso brusco de la actividad económica. Argumenta que los bancos desempeñan un papel crucial en la estructura financiera de los mercados emergentes por la escasez de información y de confianza que reina en dichas economías. Las entidades bancarias son las instituciones mejor preparadas para realizar una criba entre los prestamistas y mitigar de ese modo los problemas de selección adversa y de riesgo moral. Por otro lado, la falta de información de los depositantes acerca de la situación del banco es particularmente grave en los países emergentes, lo que lleva a un grave problema de información asimétrica. Este problema sólo se puede resolver mejorando la regulación y supervisión bancaria, así como el acceso del público a la situación de estas entidades.

Por otro lado, Minsky (1982) se centra en las consecuencias perniciosas que tiene el endeudamiento sobre la economía. Para Minsky, la característica fundamental de todas las economías capitalistas es la existencia de un sistema de endeudamiento y préstamo basado en diversos márgenes de seguridad. Un instrumento de deuda estipula que deben realizarse pagos de intereses y de principal. Cuanto menor sea la duración del instrumento de deuda, mayor será el descalce temporal entre activo y pasivo y, por lo tanto, menor el margen de seguridad. Esta situación obligará a las autoridades del país a refinanciar continuamente sus posiciones. La posibilidad de refinanciación dependerá del importe de la deuda y de las condiciones generales del mercado. Así Minsky distingue entre financiación de cobertura, que se produce cuando el *cash flow* es suficientemente elevado para atender los pagos de los intereses y del principal de la deuda; financiación especulativa, cuando el *cash flow* puede cubrir el pago de intereses pero no el pago del principal, y «financiación de Ponzi», cuando ni siquiera se cubre el pago de los intereses. Una conjetura fundamental de la teoría de Minsky es que la curva de rendimientos en los países emergentes es siempre positiva, es decir, que la prima a pagar por endeudarse a largo es siempre superior a la que pagaría por endeudarse a corto, debido a la falta de credibilidad de sus políticas macroeconómicas.

Ello induce a las autoridades a incrementar la proporción de financiación a corto plazo, que conlleva la necesidad de renovación frecuente de las deudas pendientes. Una vez que existe un gran volumen de deuda a corto plazo, una subida de los tipos de interés (en especial, en los Estados Unidos, ya que la deuda de la mayoría de los países en desarrollo está ligada a los tipos estadounidenses) o un recorte inesperado de las perspectivas de crecimiento pueden hacer que una financiación que hasta la fecha era de cobertura se vuelva especulativa, o incluso de Ponzi.

Mientras que las teorías de Minsky y Mishkin son más útiles para explicar las crisis financieras en emergentes, existe una razón subyacente, en la que estos expertos no reparan, que es probablemente más importante que la fragilidad bancaria o el excesivo endeudamiento para el entender el origen de dichas crisis. Se trata de la dependencia externa de los países emergentes, que necesitan fuertes entradas de capital para financiar su crecimiento. Los bajos ingresos per cápita de los países en desarrollo no permiten que exista suficiente ahorro doméstico para cubrir las necesidades de inversión de países que quieren crecer por encima de los demás para converger. La única posibilidad que queda es atraer capital extranjero, lo que explica la dependencia externa de estos países. Los flujos de capital dirigidos a los países emergentes persiguen una alta rentabilidad en un corto período de tiempo para descontar riesgos. Por ello, son enormemente volátiles. Los bancos, junto con el gobierno en lo que respecta a la deuda pública, son los primeros en padecer de esta volatilidad, que tiende a elevar el descalce de vencimientos entre sus activos y pasivos, así como el descalce en la moneda de denominación de dichos activos y pasivos, estando los últimos en moneda fuerte, generalmente en dólares, y los primeros en moneda local, a no ser que el país tenga una alta grado de dolarización de activos. Estos descalces, unidos a la gestión imprudente de dichos flujos de capital por parte de los bancos que los prestan sin evaluar bien el riesgo, generan vulnerabilidad y, por tanto, una mayor probabilidad de crisis bancarias.

## II. CARACTERÍSTICAS COMUNES DE LAS CRISIS FINANCIERAS EN PAÍSES EMERGENTES (3)

### La crisis de la deuda latinoamericana

La primera gran crisis del mundo emergente tras Bretton Woods fue la de la deuda latinoamericana de 1982-1983. Estalló en México en el verano de 1982, se extendió a la mayoría de los países de Latinoamérica y a otros países a lo largo del año siguiente. La crisis llevó a renegociar el servicio de la deuda externa de 25 países en desarrollo.

CUADRO NÚM. 5

PRINCIPALES CRISIS EN LOS PAÍSES EMERGENTES TRAS LA ERA DE BRETTON WOODS

DÓNDE Y CUÁNDO	ORIGEN DE LA CRISIS	DESARROLLO DE LAS CRISIS	MANEJO DE LA CRISIS
<b>Latinoamérica 1982-1983</b>	Regímenes de tipo de cambio fijo. Acumulación acelerada de deuda externa alimentada por entradas sustanciales de capitales, en forma de préstamos de bancos comerciales extranjeros al sector público de estos países (1979-1982). Crecientes déficit por cuenta corriente y laxitud de las políticas fiscal y monetaria, que no permitieron controlar la inflación (1979-1982). Expansión del crédito (1979-1982). Marcado aumento de los tipos de interés en Estados Unidos (1979-1982).	Las autoridades mexicanas anunciaron la suspensión unilateral de pagos del servicio de la deuda (segundo trimestre de 1982). La crisis se extendió a la práctica totalidad de los países de Latinoamérica, varios de los cuales también devaluaron su moneda e incumplieron sus obligaciones respecto a la deuda externa, y a otros países de economías emergentes.	Uso limitado del prestamista de última instancia internacional a través de la concesión de un crédito de emergencia al Banco Central de México por el BIS, la FED y otras autoridades monetarias de los principales países. Sucesivamente, se añade un paquete de ayuda del FMI, ligado a una fuerte condicionalidad, basada en políticas fiscales y monetarias muy restrictivas (1982-1983). Acuerdo de aplazamiento del pago de la deuda (1983-1986), seguidos por operaciones de reestructuración con quita de la deuda (1987-1989) por lo que los acreedores privados extranjeros incurrieron en pérdidas (es decir, no hubo riesgo moral).
<b>México 1994-1995</b>	Se emplea un tipo de cambio fijo como ancla para lograr la estabilización (1987-1994). Liberalización financiera sin fortalecer la supervisión bancaria (1987-1994). Entradas de capital sustanciales que dan lugar a la acumulación de la deuda externa, principalmente en el sector privado, aunque en muchos casos con garantías implícitas del sector público (1991-1994). Apreciación real del peso mexicano y déficit crecientes por cuenta corriente (1991-1994). Política monetaria restrictiva, pero política fiscal más bien laxa. Reducción del perfil de vencimiento de la deuda externa e intervención sustancial en el mercado cambiario para afrontar las presiones sobre el tipo de cambio, que agota las reservas de divisas del banco central (1994).	El ataque a la moneda finaliza con una fuerte devaluación del peso mexicano y la consiguiente flotación de la moneda, así como con el derrumbe de la bolsa (diciembre de 1994). Contagio a otros países latinoamericanos, en especial a Argentina (afecta también, aunque en menor medida, a algunos países emergentes de otras regiones). Argentina logra mantener la caja de conversión pese a la crisis bancaria (1994-1995). Marcada recesión en México y Argentina en 1995.	Uso sustancial del prestamista de última instancia nacional para inyectar liquidez en los bancos quebrados (que fueron nacionalizados) e internacional a través de un paquete de ayuda del FMI y ayuda bilateral adicional. Condicionalidad basada en políticas fiscales y monetarias restrictivas aunque probablemente menos que en los ochenta. Los acreedores privados extranjeros no incurrieron prácticamente en pérdidas (aumentando el riesgo moral en mercados emergentes)
<b>Sudeste Asiático 1997-1998</b>	Tipos de cambio fijo (o casi fijo) en la mayoría de los países asiáticos (desde los primeros años de la década de los ochenta hasta 1997). Liberalización financiera sin fortalecer la supervisión de la banca (desde los primeros años de la década de 1980 hasta 1997). Fuertes entradas de capital que llevan a un rápido aumento de la deuda externa privada (1990-1997). Crecientes déficit por cuenta corriente, en especial en Tailandia (menores en los otros países asiáticos afectados por crisis). Rígida política fiscal pero política monetaria más flexible y rápida expansión del crédito doméstico (desde los últimos años de la década de los ochenta hasta 1997).	Ataque al bath tailandés al mismo tiempo que los capitales extranjeros huyen del país, lo que se traduce en una gran devaluación y la consiguiente flotación (julio de 1997). La presión cambiaria alcanza al won coreano (octubre de 1997) y a otros países del Sudeste Asiático, incluyendo al dólar de Hong Kong, sujeto a una caja de conversión. El won coreano se devalúa y pasa a flotar libremente en diciembre de 1997. La rupia indonesia se devalúa más aún pero el dólar de Hong Kong aguanta. Profunda recesión en toda la región (1997-1998).	Uso sustancial del prestamista de última instancia a través de ayuda del FMI y paquetes bilaterales. En el caso de Corea, parte de la inyección de liquidez llegó antes de la brusca devaluación del won, lo que quiere decir que se usó, al menos en parte, para defender la moneda. Condicionalidad del FMI basada en un primer momento en políticas fiscales y monetarias restrictivas, que se relajaron posteriormente. Los programas del FMI empiezan a incluir microcondicionalidad relacionada con la reestructuración del sistema financiero y de las grandes empresas que habían acumulado deuda externa. Los acreedores privados extranjeros recibieron inicialmente ayudas pero incurrieron en algunas pérdidas posteriormente a participar en la reestructuración de la deuda externa de los países asiáticos.
<b>Rusia 1998</b>	Se recurre al tipo de cambio fijo para lograr la estabilización (1993-1998). Pese al superávit por cuenta corriente, rápida acumulación de la deuda pública externa (denominada en dólares) pero también de la deuda pública en moneda local en manos de no residentes (1993-1998). Descenso del superávit por cuenta corriente debido principalmente a la caída de los precios del petróleo (1997-1998). Se paralizan las entradas de capitales al mismo tiempo que se acelera la huida de capitales. Crecientes problemas para financiar el déficit fiscal (1998).	A consecuencia de los ataques a la moneda y de la falta de divisas, las autoridades rusas deciden que el rublo flote y prohíben a los bancos que cumplan sus compromisos en divisas, lo que se traduce en una quiebra técnica respecto a la deuda del país (agosto de 1998) y también suspenden el pago de intereses sobre deuda en rublos a residentes e incluso no residentes. Enorme fuga de capitales, fuerte depreciación del rublo y rápido aumento de la inflación, fuerte caída del PIB.	Uso internacional del prestamista de última instancia a través de un programa del FMI. Gran parte de la inyección de liquidez llegó antes de la brusca devaluación del rublo y de la quiebra técnica, y desapareció rápidamente por lo que el paquete total tuvo que ser enorme. Condicionalidad basada políticas fiscal y monetaria rígidas. Fuertes pérdidas por parte de los acreedores privados extranjeros a causa de la moratoria anunciada por las autoridades rusas de manera unilateral.

Fuente: ALLEN (1999), LAMFALUSSY (2000), LINDGREN *et al.* (1996).

La causa principal de la crisis fue la rápida acumulación de deuda en moneda extranjera, que los países latinoamericanos habían obtenido en forma de préstamos de bancos comerciales, en especial estadounidenses, pero también europeos. Este rápido endeudamiento externo se debió a factores internos y externos. Entre los primeros estaba la mala gestión macroeconómica y la laxitud de las políticas fiscal y monetaria, que hicieron necesarios préstamos del extranjero para financiar elevados déficit fiscales. Además, en los países del Cono Sur se inició un proceso de liberalización financiera sin fortalecer la regulación y la supervisión bancaria, que también contribuyó al problema. Entre los factores externos, el principal era el exceso de liquidez de los países exportadores de petróleo, liquidez que necesitaban invertir en cualquier otro lugar. Latinoamérica se percibía como una región prometedora, que permitía que los inversionistas diversificaran su cartera. Por último, el fuerte aumento de los tipos de interés de los Estados Unidos desde 1979 incrementó la carga de intereses de la deuda latinoamericana hasta llevarla a niveles insostenibles.

### **La crisis mexicana**

---

La crisis mexicana estalló en diciembre de 1994 ante la imposibilidad de mantener el valor del peso. El desplome del tipo de cambio fue acompañado por el del sistema bancario, que se encontraba en una posición muy débil a causa del rápido proceso de liberalización financiera y de apertura de la cuenta de capital. Al igual que en 1982, los flujos de capital a otros estados latinoamericanos se interrumpieron y algunas de las monedas sufrieron presiones, pero el efecto «Tequila» no fue excesivamente intenso ni duró tanto como el de la crisis anterior. La razón principal de este episodio de crisis fue, una vez más, la excesiva dependencia de la afluencia de capital, que permitió financiar un déficit por cuenta corriente creciente. En este caso, y a diferencia de lo que ocurriera en la década de los ochenta, el excesivo endeudamiento vino más por el lado del sector privado mexicano. La fragilidad del sistema bancario, que llevó a numerosas inyecciones de fondos y nacionalizaciones, incrementó claramente el coste de la crisis en términos fiscales y macroeconómicos.

### **La crisis asiática**

---

La crisis asiática estalló en Tailandia en julio de 1997, cuando los prestamistas extranjeros se percataron del enorme déficit por cuenta corriente del país y del rápido incremento de su deuda externa. Ante el per-

fil de vencimiento de la deuda externa, concentrado en el corto plazo, el agudo descenso de las reservas oficiales, la indisponibilidad de nuevos fondos externos y las grandes dificultades de preparar con suficiente rapidez acuerdos de moratoria con los acreedores extranjeros, no hubo más alternativa que proceder a la devaluación del bath tailandés.

La crisis asiática fue la más parecida a la descrita por la segunda escuela de pensamiento económico citada anteriormente, por la importancia que tuvo el fuerte aumento de los precios de los activos —arrastrados por un exceso de confianza— y su posterior caída en el desarrollo de la crisis. Las desviaciones especulativas al alza de los precios de los activos y de los inmuebles fueron consecuencia de la rápida expansión del crédito bancario, que llevó a la sobreinversión y al exceso de capacidad productiva. Sin embargo, la fuente de dicha expansión del crédito fue diferente de la del mundo desarrollado, porque no era intrínsecas a la economía, sino extrínseca, es decir, por la enorme afluencia de capital extranjero atraído por las perspectivas de alto crecimiento en el proceso de liberalización financiera que se estaba produciendo en los países asiáticos.

### **La crisis rusa**

---

La crisis rusa estalló en agosto de 1998, cuando las autoridades de aquel país aceptaron la flotación del rublo y declararon una moratoria unilateral de su deuda interna —y parte de la externa— en rublos y prohibieron que los bancos nacionales cumplieran sus compromisos en moneda extranjera.

Esta crisis, al igual que las otras tres analizadas anteriormente, fue precedida por la acumulación de una fuerte deuda externa. La crisis financiera rusa recuerda a la latinoamericana de 1982-1983 porque en ambas la deficiente gestión macroeconómica —con elevados déficit fiscales que era necesario financiar externamente— estuvieron a la base del problema. Además, la exitosa estabilización del país permitió el fácil acceso a recursos externos en un momento en el que la aversión al riesgo de los inversores internacionales era muy baja. A esto se une un sistema bancario frágil y mal regulado, así como la falta de derechos de propiedad claros y de una buena ley de quiebra. La debilidad de los precios del petróleo, que cayeron abruptamente en 1998, desató la crisis porque produjo un deterioro sustancial de la cuenta corriente por su enorme dependencia de las exportaciones de petróleo y gas natural.

### III. CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES DE LAS CRISIS FINANCIERAS DE LOS PAÍSES DE ECONOMÍA EMERGENTE

---

Una vez revisadas brevemente las cuatro grandes crisis financieras de los países emergentes en los últimos veinte años, es posible extraer sus principales características comunes, que son: 1) un tipo de cambio fijo, que actuaba como ancla nominal; 2) un proceso de liberalización financiera sin un refuerzo de la regulación y la supervisión bancarias; 3) entradas de capital sustanciales por el éxito de los procesos de estabilización y la liberalización financiera de dichos países, que permitían rendimientos elevados con un riesgo aparentemente bajo por efecto del tipo de cambio fijo; 4) el constante crecimiento de la deuda externa, concentrada en el corto plazo y sin cobertura, y 5) la debilidad del sector bancario.

Como se ha mencionado, esta pauta no sigue exactamente la propugnada por las dos escuelas principales de pensamiento ni la tendencia de las principales crisis que se han producido en el mundo industrializado (4), ya que está mucho más relacionada con la dependencia externa de estos países.

#### El tipo de cambio

---

Dado el tamaño de las entradas de capital con respecto a la economía de estos países, el tipo de cambio de equilibrio no podía basarse en los fundamentales, sino más bien en la situación de la balanza de pagos (5). Las entradas de capital en un país con un régimen de cambio fijo (en la medida en que el tipo de cambio sea creíble) sólo necesitan fijarse en las perspectivas económicas del país, que justifican una mayor rentabilidad. Sin embargo, a medida que se acumulan dichos flujos y aumenta la deuda externa y la apreciación real de la moneda, se reduce la competitividad del país emergente, y por tanto la posibilidad de reembolsar la deuda externa con los ingresos por exportaciones. Así se produce un viraje en el sentimiento de los inversores, que empiezan a perder el interés por los activos del país. Es en este momento cuando se invierte el flujo de las entradas de capital. Los residentes, que conocen mejor el país que los extranjeros, suelen ser los primeros en cambiar sus posiciones internas por otras en el exterior, lo que supone la fuga de capitales.

Resulta claro, a partir de la descripción anterior, que un férreo compromiso de mantenimiento de un tipo de cambio fijo facilita las entradas de capital de una manera excesiva, porque constituye un seguro implícito y gratuito contra el riesgo de tipo de cambio, al me-

nos a corto plazo, hasta que el régimen de tipo de cambio fijo deja de ser creíble (6). Esto no significa que los tipos de cambio flotantes consigan evitar que se produzcan entradas excesivas (7) de capital, pero al menos en este caso la moneda podrá apreciarse.

#### Liberalización financiera

---

La práctica totalidad de los países emergentes que han sufrido crisis (8) se habían embarcado en un proceso de liberalización financiera doméstica y de la cuenta de capital antes de que se desatara la crisis. Durante la época de represión financiera, los bancos incrementaban sus márgenes de beneficio imponiendo techos a los tipos de interés de los depósitos. La liberalización se tradujo en presión sobre los márgenes, a la que, en un situación de fuerte crecimiento incentivado por la liberalización y aparentemente exento de riesgo, los bancos respondieron con una expansión temeraria, en vez de aplicar un recorte de costes. Todas las crisis analizadas estuvieron precedidas, en mayor o en menor medida, por una expansión sustancial del crédito interno y/o por desviaciones especulativas al alza del precio de los activos, especialmente en Asia, pero también en Rusia. El proceso de liberalización de la cuenta de capital facilitó la acumulación de deuda externa en moneda extranjera, mayoritariamente a corto plazo, lo que agravó seriamente la situación (gráfico 2).

#### Flujos de capital

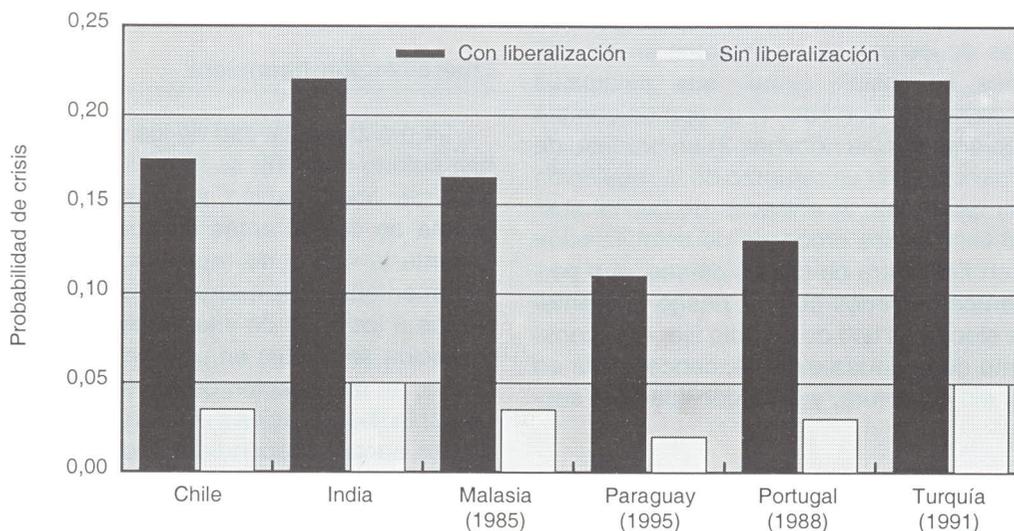
---

Los grandes flujos de capital hacia los países emergentes implican que las posiciones de endeudamiento que se habían creado en dichas economías tenían en gran parte un origen externo. Así se produjo una transferencia sustancial de recursos desde el resto del mundo hasta dichos países antes de la crisis, y en dirección contraria a raíz de ésta. En lo que concierne a la composición de los prestatarios, el sector público era, directa o indirectamente, el principal prestatario en casi todas las crisis (directamente en la crisis de la deuda latinoamericana y de Rusia, e indirectamente, a través de las garantías estatales, en el caso de México y, en menor medida, en algunos países asiáticos). Esta participación, directa o indirecta, del gobierno en el endeudamiento externo amplía el alcance del problema de *moral hazard* que caracteriza a las crisis de las economías emergentes (9).

El hecho de que la actividad doméstica haya sido financiada en estos casos por flujos externos, mayoritariamente a corto plazo, expuso a las economías emergentes a tres riesgos principales: descalce de vencimientos entre activos y pasivos y de su moneda

GRÁFICO 2

**LAS CRISIS BANCARIAS SE PRODUCEN CON MAYOR FRECUENCIA EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS LIBERALIZADOS**  
**Liberalización del tipo de interés y probabilidad de crisis**



*Nota:* Se considera que un país ha sufrido una crisis bancaria cuando la probabilidad estimada es superior a 0,05, que es la frecuencia real de la crisis.  
*Fuente:* DEMIRGÜC-KUNT y DETRAGIACHE (1997).

de denominación, así como la dependencia de tipos de interés extranjeros (especialmente americanos).

El descalce de vencimientos de la deuda externa de los países emergentes es del mismo tipo que el que se produce en los bancos al concentrarse su pasivo en el corto plazo y el activo en un plazo más largo. Este riesgo tiende a aumentar cuando empeoran los fundamentos económicos del país, debido a que los inversionistas extranjeros sólo aceptan posiciones a muy corto plazo. El riesgo del tipo de interés extranjero se aplica a la parte variable de la deuda externa de los países en desarrollo, que por lo general es muy elevada. El riesgo de tipo de cambio no sólo existe en los países con un régimen de tipo de cambio flexible, sino también en los que tiene un régimen de tipo de cambio fijo, en la medida en que se puedan ver obligados a devaluar.

Ninguno de los tres riesgos citados se cubrió a tiempo en las cuatro crisis que hemos analizado. En el caso asiático, la frenética tentativa de los bancos domésticos por cubrir sus posiciones cortas en moneda extranjera cuando estalló la crisis contribuyó al agotamiento de las reservas de divisas. La ausencia de cobertura contra un riesgo tan importante constituye una diferencia fundamental entre los países emergentes y los industrializados. En el caso de estos últimos, la fuente principal de riesgos no es ninguna de las tres citadas, sino más bien el excesivo apalancamiento. El

apalancamiento es superior en los países industriales a causa de las mayores posibilidades de obtener recursos que no sean propios. No obstante, un nivel más bajo de apalancamiento puede ser más insostenible en un país de economía emergente a causa de la elevada volatilidad de los fondos y por la falta de instrumentos de cobertura contra el riesgo.

Otra diferencia fundamental es el bajo grado de colateralización, y aun menos de titulización, de los préstamos en los países emergentes, que en buena medida se financiaban externamente. En el caso de la crisis asiática, donde buena parte de los préstamos externos se canalizaban a través de bancos domésticos, especialmente a empresas, las hipotecas inmobiliarias se usaban en algunos casos como garantía. No obstante, el derrumbe de la burbuja del precio de dichos activos dejó a los bancos sin protección. Por último, la titulización, que permite que las entidades bancarias transformen y revendan el riesgo y, de ese modo, controlen mejor la composición de sus balances, aún no se ha desarrollado en los países emergentes (cuadro núm. 6).

Al acercarse la crisis, la práctica totalidad de los países padecieron una fuga sustancial de capitales (10), y de manera especial en Latinoamérica y Rusia. En algunos casos, especialmente en Latinoamérica (11), aunque también en Rusia, la fuga de capitales empezó antes incluso de que estallara la crisis. Este hecho es

un rasgo distintivo de las crisis en países emergentes, ya que en las crisis financieras del mundo desarrollado ha habido a veces salidas de capital, es decir, movimientos de carteras, pero no una fuga sustancial de capitales de residentes.

Las dos razones principales de la fuga de capitales citadas en los textos económicos estuvieron claramente presentes en los cuatro eventos analizados: riesgo de incumplimiento asociado con la expropiación de activos nacionales (Eaton, 1987), riesgo de grandes pérdidas del valor real de los activos domésticos por efecto de una política económica que conduce a una rápida inflación (Meyer y Bastos-Márques, 1989) y riesgo de una gran depreciación de la moneda local (Cudington, 1986).

### Crisis bancarias

En la mayoría de las situaciones analizadas, la liberalización del sistema financiero interno y de la cuenta de capital —que no se acompañó de una supervisión y regulación más estricta— aumentó los riesgos en los que se embarcaron las instituciones financieras y debilitó su solvencia, y en muchos casos las presiones sobre el tipo de cambio. La aparición de crisis gemelas no es una característica exclusiva de los países emer-

gentes, ya que también ha ocurrido en naciones industrializadas, pero en general se han reducido con el tiempo, excepto en el caso de las crisis de los países nórdicos de los noventa (Kaminsky y Reinhart, 1997).

Además de estar relacionados con menos frecuencia con crisis cambiarias, los problemas bancarios de los países industrializados tienden a ser menos onerosos en términos de coste fiscal y reducción del crecimiento (Caprio y Klingebiel, 1996b; Lindgren y otros, 1996, y FMI, 1998). La primera razón de esta diferencia es la mayor frecuencia de retiros masivos de depósitos en los países emergentes, que Bernanke y James (1991) han demostrado que aumenta los costes de la crisis en términos de menor crecimiento (12). Antes de que se establecieran los fondos de garantía de depósitos en los países industrializados, periódicamente se producían pánicos en determinados bancos, e incluso sistémicos, sobre todo en los Estados Unidos. Hoy apenas ocurre, ni siquiera en situaciones de crisis del sistema bancario. Al contrario, los retiros masivos de depósitos siguen siendo habituales en los países emergentes (como Argentina en 1995, México en 1995 y Venezuela en 1995-1996), a causa del miedo a un rebrote de la hiperinflación que haría que el público perdiera sus ahorros, y de la escasa claridad del funcionamiento y la cobertura de los fondos de garantía de depósitos. De hecho, incluso en los países emergentes con fondos de garantía de depósitos, los retiros masivos siguen produciéndose a causa de la preocupación por la solvencia de dichos fondos y, por consiguiente, por el futuro reembolso a los depositantes. La segunda razón reside en que el fuerte recorte del crédito privado que se produce tras una crisis tiene un impacto real mucho más grande en los países emergentes, donde los bancos son prácticamente la única fuente de financiación.

Una característica distintiva de las crisis bancarias de los países emergentes es el papel positivo que han jugado los bancos extranjeros y los depósitos en moneda extranjera. La experiencia de países en crisis con bancos de propiedad extranjera es que las caídas de los depósitos fueron menores porque se produjo una fenómeno de «fuga hacia la calidad». Para una muestra de países latinoamericanos en los noventa, García Herrero (1997) encuentra que los bancos extranjeros incrementaron sustancialmente los depósitos en los período de crisis y que también los depósitos en moneda extranjera aumentaron considerablemente. Goldberg y otros (2000), con datos micro para Argentina y México, ponen de manifiesto que los bancos extranjeros tuvieron mayores tasas de crecimiento de su balance, y en especial del crédito, en la crisis de 1994-1995, y también posteriormente. Es importante recalcar la última idea porque va en contra de algunas de las críticas que se han hecho a la participación de la banca

CUADRO NÚM. 6  
TITULIZACIÓN: VALORES RESPALDADOS  
POR ACTIVOS Y POR HIPOTECAS,  
POR PAÍSES (1997)

PAÍS	MILES DE MILLONES DE DÓLARES EE.UU.
Internacional (*)	32,34
Reino Unido	23,84
Francia	11,44
Holanda	6,80
Australia	3,65
Japón	3,19
Bélgica	1,54
Hong Kong	0,98
Italia	0,90
Suiza	0,70
España	0,65
Indonesia	0,49
Brasil	0,28
Perú	0,25
México	0,20
Turquía	0,12
Argentina	0,11
Tailandia	0,08

(\*) Incluye las emisiones denominadas en una moneda distinta de la moneda nacional del emisor y que se colocan fuera del país de origen. (IFR Newsletters, informe sobre titulización internacional).  
Fuente: BLOOMSTEIN (1998).

extranjera en el sistema bancario de países emergentes, y es que reducen el crédito doméstico por tener normas más estrictas de gestión del riesgo.

#### IV. LECCIONES PARA PREVENIR LAS CRISIS

##### La elección del régimen de tipo de cambio y la estrategia de política monetaria

La experiencia de los tipos de cambio fijos en los países emergentes pone en duda su conveniencia como estrategia permanente para países expuestos al riesgo de crisis, como lo son éstos. Además de las críticas habituales del tipo de cambio fijo, basadas en la pérdida de la independencia de la política monetaria y la transmisión automática de las *shocks* que se produzcan en el país de referencia, el principal problema de esta estrategia para los países emergentes es que fomenta las entradas de capital —especialmente si el país se encuentra en un proceso de liberalización— al ofrecer a los inversionistas extranjeros, y a los bancos nacionales, un falso sentido de seguridad. Cuando el sentimiento del mercado se vuelve negativo, la defensa del tipo de cambio fijo entraña unos altos tipos de interés y eleva las probabilidades de una crisis cambiaria. Debido a que las presiones sobre la demanda doméstica, a través de la política monetaria, superan con mucho lo que hubiera sido preciso a efectos de un ajuste externo (13).

Mishkin (1998) añade otras razones por las cuales mantener un régimen de cambio fijo de manera permanente es particularmente problemático para países emergentes. En el mundo industrializado, una devaluación no tiene consecuencias, o éstas son escasas, sobre los balances bancarios, de las empresas, de las familias y del sector público, ya que sus deudas suelen estar denominadas en moneda nacional. Por el contrario, una devaluación tiende a estimular la actividad económica por las ganancias de competitividad que supone. En los países emergentes, una devaluación puede deteriorar sustancialmente dichos balances, ya que todos los sectores suelen estar cortos en moneda extranjera, puesto que sus contratos de deuda suelen estar denominados en moneda extranjera (especialmente en el caso del sector público), en tanto que su activo lo está en moneda nacional y los contratos suelen ser a corto plazo. Además, una devaluación que se produzca en países donde el tipo de cambio sea el punto de anclaje que controle las presiones inflacionistas conduce a una revisión sustancial de las expectativas inflacionistas y a un fuerte aumento de la inflación en muy poco tiempo. Todo ello debilita aún más los balances de los distintos sectores (excepto el sector público, por las ganancias por señoría).

Teniendo en cuenta sus ventajas naturales como estrategia antiinflacionista (14), el régimen de tipo de cambio fijo debería utilizarse temporalmente por los países que se embarquen en programas de estabilización exigentes, es decir, con un objetivo de reducción rápida de la inflación. Cuanto peor sea la historia inflacionaria del país, más sólido tendrá que ser dicho compromiso, que es el motivo porque muchos países han introducido cajas de conversión (Argentina en 1991 y varios países de la Europa del Este en los últimos años de la década de 1990) o incluso la dolarización (como en Ecuador en 2000) (15). Sin embargo, cuanto más fuerte es el compromiso mayores son las desventajas de mantener el régimen demasiado tiempo, por la pérdida de competitividad y las excesivas entradas de capital atraídas por la percepción de que no existe riesgo de cambio, al menos en el corto plazo. En el caso de la dolarización, la segunda desventaja (riesgo de cambio subestimado) se reduce porque es una decisión en principio irrevocable, mientras que la primera desventaja (pérdida de competitividad) aumenta por el mismo motivo. Además, debe señalarse que, aunque una caja de conversión esté mejor preparada para impedir ataques especulativos que un régimen de cambio fijo, en la medida en que toda la base monetaria está cubierta con reservas internacionales, tiene menos instrumentos para defender la paridad, con lo que afecta aun más negativamente al crecimiento. Por otro lado, en el caso de la dolarización, aunque desaparece la prima de riesgo de devaluación, no lo hace el riesgo de suspensión de pagos (o de crisis bancaria), por lo que el diferencial de interés de la deuda externa seguirá existiendo (16).

En consecuencia, para los países emergentes con tasas de inflación razonables, es preferible utilizar estrategias de política monetaria distintas a un régimen de cambio fijo. Las más comunes tienen como objetivo directo la inflación y, en otros casos, un objetivo intermedio monetario. Para cualquiera de las estrategias, la independencia de los bancos centrales es esencial para lograr y mantener la estabilidad de precios. Las estrategias con objetivos intermedios monetarios pueden resultar difíciles para un país emergente, especialmente en un proceso de liberalización financiera, debido a la falta de estabilidad de la relación entre el crecimiento de la masa monetaria y la inflación. En el caso de la fijación de objetivos directos de inflación, el banco central está obligado a anunciar metas para la inflación anuales o de medio plazo y a comprometerse institucionalmente a cumplirlas. La ventaja fundamental de esta estrategia es su transparencia de cara al público (Bernake y Mishkin, 1997), que la convierte en sustituto adecuado de un tipo de cambio fijo como ancla en un programa de estabilización. Sin embargo, como la inflación no puede ser con-

trolada directamente por las autoridades monetarias, un país emergente podría enfrentarse a graves problemas de credibilidad si no se alcanzaran los objetivos marcados. Esta situación puede darse con más facilidad en un entorno de elevada inflación, en el que existe un riesgo mayor de que se produzcan grandes errores de previsión. Por ello, es mejor marcar objetivos de inflación después de un exitoso programa de estabilización, como han hecho Chile, Israel y México.

La estrategia de tipo de cambio más adecuada para acompañar a la fijación de objetivos monetarios o de inflación es la flotación. Dados los costes que conlleva un régimen de tipo de cambio flotante, especialmente para pequeñas economías abiertas (17), fijar objetivos monetarios o de inflación suele resultar más atractivo para economías más grandes y cerradas, que pueden vivir con desajustes duraderos del tipo de cambio (18). No obstante, el ejemplo de Israel demuestra que es posible seguir una estrategia de objetivos de inflación directa con regímenes menos flexibles de tipo de cambio. Hay que señalar, además, que un régimen flotante no deben considerarse una panacea ni siquiera para grandes economías, ya que las crisis se han producido incluso en este caso (19).

En resumen, para reducir la probabilidad de crisis, los países emergentes deben adoptar estrategias de tipo de cambio y de política monetaria más adecuadas para su tamaño y su situación en términos de estabilización. Cuanto más alta es la inflación, más conveniente se hace un ancla nominal basada en el tipo de cambio, pero debería considerarse una estrategia temporal.

### **Cómo realizar la liberación financiera**

La liberalización del sistema financiero doméstico, junto con la liberalización de la cuenta de capital, que no vengan acompañadas de un reforzamiento de la regulación y la supervisión, aumentan los riesgos que toman las instituciones financieras y, en consecuencia, su fragilidad. Esto no quiere decir que la liberalización financiera y de cuenta de capital no sea algo positivo a largo plazo —Kaminsky y Schmuckler (2001) encuentran evidencia de que sí lo es en el medio plazo—, pero apunta a los costes que pueden tener si se mira a un horizonte temporal más corto. De hecho, los países con controles de cambio y sistemas financieros controlados tienden a asignar sus recursos, que son más escasos a causa de la ausencia de flujos externos, de forma muy ineficaz. Por tanto, la clara disyuntiva entre la liberalización y la correspondiente mejor asignación de los recursos, con la vulnerabilidad consiguiente, debe tenerse en cuenta al decidir el momento y la forma de

la liberalización. En cualquier caso, tal liberalización financiera no debe llevarse a cabo antes de fortalecer la regulación y la supervisión del sistema financiero.

### **Cómo gestionar las entradas de capital**

El modo más directo de evitar los posibles efectos negativos de las entradas de capital es, obviamente, introducir controles a dichas entradas. Algunos países emergentes, algunos con más éxito que otros, han establecido estos controles. Chile, desde finales de la década de 1980, y Malasia, desde 1997, han tenido un relativo éxito, aunque es difícil determinar si los controles impuestos al capital fueron la verdadera razón o lo fue más bien la buena gestión macroeconómica. Chile recurrió a controles como medida preventiva para reducir su endeudamiento externo a corto plazo y, por tanto, la probabilidad de que se produjera una crisis financiera, y Malasia lo hizo como parte de su gestión de la crisis de 1997. Algunos otros países no tuvieron tanto éxito. En 1994, Venezuela introdujo controles muy estrictos no sólo sobre la cuenta de capital, sino también sobre la cuenta corriente, tratando de mantener el tipo de cambio que había fijado al comienzo de la crisis bancaria. Dichos controles distorsionaron la asignación de recursos y redujeron sustancialmente las importaciones, con un impacto muy negativo sobre el crecimiento económico. Además, las autoridades no lograron mantener el tipo de cambio fijo durante mucho tiempo y tuvieron que devaluar un año después de la introducción de los controles (20). En resumen, los controles del tipo de cambio pueden ser útiles para limitar temporalmente entradas de capital, pero mucho menos las salidas, y además contribuyen a la mala asignación de recursos. Además, si se decide introducir dichos controles, sólo deberían aplicarse a las inversiones de cartera a corto plazo, con objeto de no perjudicar a la inversión extranjera directa.

A la vista del coste que supone limitar las entradas de capital, en términos de menor crecimiento potencial por la mala asignación de recursos, sería conveniente buscar otros instrumentos para que los países emergentes reduzcan las consecuencias negativas de las entradas de capital. Uno de ellos es la esterilización de dichos flujos, para lo que son necesarios instrumentos y un mercado monetario suficientemente líquido. También sería de ayuda un régimen de tipo de cambio flotante, ya que permitiría la apreciación de la moneda, reduciendo con ello las ganancias previstas de los inversionistas en moneda extranjera y, por tanto, la afluencia de capitales. Otro recurso posible es la restricción fiscal, que reduce la demanda total e incrementa el ahorro doméstico y, en consecuencia, la necesidad de entradas de capital para el mismo nivel de

inversión (21). Por último, las autoridades supervisoras deben asegurarse de que los bancos nacionales que reciben el capital extranjero no realicen préstamos excesivamente arriesgados (riesgo de crédito) o con una duración mucho más larga que dichos flujos (descalce de vencimientos) o en moneda doméstica (descalce de moneda), para lo que es importante que desarrollen técnicas internas de gestión de riesgos.

### Administración de la deuda

La buena administración de la deuda externa, pública o privada, tiene una importancia fundamental para evitar que se produzcan crisis financieras en los países emergentes. Los descalces de vencimientos y de moneda son especialmente importantes para la deuda (porque se trata de un problema de *stock*, y no sólo de flujo, como en el caso anteriormente mencionado de los balances bancarios). Por la importancia de estos riesgos, los administradores de la deuda externa no deben centrarse en la minimización a corto plazo de los costes de endeudamiento, en particular si supone un incremento de la deuda a corto plazo. Esta estrategia, que en una situación de calma puede parecer rentable, es demasiado arriesgada para un país emergente, ya que le hace más vulnerable aún a las ventas apresuradas de deuda externa emergente por un cambio adverso de los fundamentos, o incluso por contagio desde otro país en dificultades de características similares.

### Crisis bancarias

La forma natural de prevenir las crisis bancarias, además de seguir una política macroeconómica prudente, es fortalecer la regulación y supervisión bancarias y utilizar la función de prestamista de última instancia del banco central, en caso de problemas de liquidez de alguna entidad (22). Una regulación inadecuada permite que los bancos operen sin límites en su exposición al riesgo. La ausencia de supervisión, o una supervisión inadecuada, permite que dicha exposición al riesgo excesiva —o las pérdidas incurridas por este motivo— no se descubran.

La regulación bancaria se ve dificultada en los países emergentes por la falta de buenas normas contables y de regímenes fiscales adecuados para realizar provisiones para pérdidas, así como por la falta de personal con experiencia por las enormes diferencias de sueldos entre el sector público y el privado. Otro elemento importante relacionado con la regulación, que permitiría reducir el riesgo moral, es la publicación de los balances de los bancos para el público en general (23). Finalmente, una regulación excesiva, especial-

mente en lo que se refiere a la propiedad del banco y los límites de las actividades bancarias, es contraproducente ya que aumenta los riesgos de crisis bancaria (Barth y otros, 2000).

Entre los factores principales que reducen la eficacia de la supervisión bancaria, cabe citar la falta de información fiable sobre la situación de los bancos, las limitaciones del sistema contable, la escasez de supervisores, y aun más con experiencia, y la dependencia, directa o indirecta, de las autoridades supervisoras respecto del gobierno, que hace muy difícil tomar decisiones políticamente difíciles, como es el cierre de un banco. Además la supervisión en estos países se fija demasiado en los procedimientos, y no ya en los resultados, reduciendo su capacidad de actuación y su eficacia. Finalmente, el buen funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación también es importante para evitar el contagio de los problemas de la banca.

Un fondo de garantía de depósitos bien diseñado es también un elemento esencial para prevenir pánicos bancarios. Como medio para limitar el riesgo moral que conlleva cualquier garantía, la normativa legal del fondo debe limitar aquélla y determinar claramente las condiciones. Asimismo, el fondo debe contar con una financiación adecuada, a ser posible de los propios bancos, que permita atender las peticiones que se formulan en el momento de la quiebra de un banco. Para evitar que surjan problemas de selección adversa, lo ideal es que se cobren primas distintas a cada banco, que reflejen adecuadamente su nivel de riesgo. Por último, el manejo del fondo de garantía debe estar libre de interferencias políticas (García, 1998).

Como se decía anteriormente, la existencia de bancos extranjeros en el sistema bancario de los países emergentes, en la medida en que trae capital fresco, aumenta la solvencia del sistema y, en la medida en que se trata de bancos eficientes y con una buena gestión del riesgo, reduce la probabilidad de crisis (Barth y otros 2000). Por otra parte, en una situación de crisis, los bancos extranjeros parecen reducir las consecuencias macroeconómicas negativas (García Herrero, 1997) y limitan el recorte del crédito privado que se produce como consecuencia de ella (Goldberg *et al.*, 2000).

En términos más generales, surge la pregunta acerca de si el desarrollo adicional de los sistemas financieros de los países emergentes hacia un mayor papel de los mercados de capitales dentro de la estructura financiera, podría reducir la probabilidad o, al menos, las consecuencias macroeconómicas negativas, de las crisis. Se siente la tentación de contestar que sí, pero

la respuesta correcta exige cierta cualificación adicional, dado que la excesiva dependencia de los mercados de capital, sobre todo si no están adecuadamente regulados y supervisados, también puede crear problemas. Las «burbujas» de los precios de los activos representan la fuente principal de inestabilidad financiera en el mundo desarrollado. Los mercados emergentes necesitan más mercados de capital, especialmente de renta variable, para reducir la excesiva dependencia de la financiación bancaria, pero también por el lado de los mercados de capital existen grandes riesgos.

## **V. LECCIONES PARA LA GESTIÓN DE LAS CRISIS**

La forma de manejar las cuatro grandes crisis de los países emergentes también han tenido características propias.

### **El prestamista internacional de última instancia y el papel del FMI**

Un importante rasgo distintivo de la gestión de una crisis en los países emergentes es el recurso al prestamista internacional de última instancia (24), concretamente a los paquetes de ayuda del FMI. La naturaleza externa de dichas crisis, por la dependencia que tienen los países en desarrollo de los flujos de capital, explica la necesidad de dichos paquetes. Sin ellos, ninguno de estos países habría podido atender a sus pagos externos. La cantidad de fondos inyectados se ha incrementado con el tiempo paralelamente a la mayor entrada de capitales en estos países (25). La otra razón del incremento de los fondos inyectados por medio de paquetes del FMI está relacionada con el riesgo de una inestabilidad financiera global por la rapidez con la que se mueven los flujos de un mercado a otro, que coloca a los inversores extranjeros en una situación de «demasiado grande —o demasiado sistémico— para suspender pagos». De hecho, los inversionistas no sufrieron prácticamente pérdidas en las crisis mexicana y asiática, todo lo contrario de lo que sucedió en la de la deuda latinoamericana. La crisis rusa es un caso intermedio en este sentido.

Los paquetes del FMI siempre se han acompañado de una macrocondicionalidad basada en políticas fiscales y monetarias restrictivas. Las crisis recientes (especialmente desde la asiática) han hecho necesaria la inclusión de microcondicionalidad en los programas, a causa del papel cada vez más importante que desempeña la solvencia del sector financiero en la prevención de las crisis.

### **La carga de la deuda y la participación de los inversores privados**

La intervención de los inversionistas privados extranjeros en la administración de la deuda puede considerarse una consecuencia natural del papel fundamental que tiene una excesiva acumulación de deuda externa. En lo que respecta a la deuda pública, uno de los problemas fundamentales de diseño de acuerdos de refinanciación y reestructuración con inversionistas extranjeros es evitar *free-riders* y lograr una distribución justa de la carga entre los distintos inversionistas. Este proceso se ha hecho cada vez más difícil a causa del número creciente, y de la composición cada vez más variada, de acreedores a países emergentes. En general, los acuerdos voluntarios parecen haber dado mejores resultados, pero son difíciles de obtener especialmente en el caso de una reestructuración con una reducción del valor presente neto, como se está negociando actualmente para Argentina. Para convencer a los inversionistas privados de que participen en tales acuerdos voluntarios, deben ofrecerse ciertas ventajas, pero no hasta el punto de que creen un riesgo moral en el futuro. Un *primus inter pares*, el FMI, siempre será útil en las negociaciones entre el país deudor y los acreedores.

En resumen, si bien debe llegarse a un acuerdo entre el deudor y los acreedores, es importante que las pérdidas se distribuyan de una manera justa para que ninguno se quede aislado totalmente frente a las consecuencias negativas de sus actos. Por ese mismo motivo, no son deseables los paquetes que permiten que los acreedores cobren la totalidad de sus créditos, porque el mayor rendimiento que han obtenido en países emergentes también estaba asociado con un mayor riesgo que las autoridades públicas no deben cubrir.

### **La combinación de políticas resultante de las crisis**

En lo que se refiere a la macrocondicionalidad y, por tanto, la combinación de políticas fiscales y monetarias para gestionar la crisis, la receta habitual del FMI, muy diferente de lo que propugnarían las dos grandes escuelas de pensamiento económico antes revisadas (26), es una política fiscal restrictiva, al igual que la política monetaria. Si bien es cierto que esta receta ha funcionado bien en las dos crisis latinoamericanas, aunque con un costo muy alto, especialmente en la primera, se han producido serias controversias sobre esa combinación de políticas en el caso de la crisis asiática. El endurecimiento de la política monetaria en los países asiáticos, con programas del FMI, llevó a un

fuerte aumento de los tipos de interés, que aumentó aún más la carga por intereses de las empresas nacionales, pero probablemente era la única forma de estabilizar los tipos de cambio de dichos países, que se había depreciado enormemente con la crisis. No obstante, la rigidez de la política fiscal resultó excesivamente exigente. Se basó en la necesidad de lograr una rápida mejora en la cuenta corriente reduciendo las importaciones mediante un descenso de la demanda del sector público. Con todo, esta dura política fiscal, unida a una rígida política monetaria y al estallido de la burbuja del precio de los activos, llevó a una fuerte recesión económica (27), mucho más acentuada que la experimentada en las dos crisis emergentes anteriores, aunque de duración relativamente corta.

Cabe preguntarse por qué el endurecimiento de la política fiscal no fue la medicina adecuada en Asia cuando había sido conveniente en crisis anteriores. La respuesta podría estar, entre otras razones, en algo tan simple como la situación fiscal anterior a la crisis. La política fiscal latinoamericana había sido laxa antes de la primera crisis de 1982-1983 y, en menor medida, antes de la segunda crisis de 1994-1995, y lo mismo ocurrió en Rusia. Asia, por el contrario, había llevado a cabo políticas fiscales conservadoras en los años anteriores a la crisis. Por ese motivo, la acumulación de la deuda externa no se hizo directamente por el sector público (aunque sí diera garantías implícitas en muchos casos al sector privado).

Además de las diferencias de la situación fiscal anterior a la crisis, existe otra razón que explica el fracaso de la combinación de políticas seleccionada para abordar la crisis asiática. Ésta es la analogía relativa que presenta la crisis asiática con las del mundo industrializado, a causa del papel que desempeñó en ambos casos el alza especulativa del precio de los activos. Las crisis en los países desarrollados han ido acompañadas habitualmente por una combinación de políticas muy diferentes de las de las economías emergentes, esto es, de políticas monetaria y fiscal muy laxas, como medio para evitar una caída adicional de los precios de los activos y una gran recesión. La Gran Depresión y la reciente crisis japonesa ofrecen buenos ejemplos de ello.

En términos de las diferentes formas de resolver la incompatibilidad de la trilogía (tipo de cambio fijo, movilidad del capital y política monetaria independiente), la mayoría de los países resolvieron la primera devaluando su moneda durante la crisis o después. En todos los casos, salvo en el de la crisis de la deuda latinoamericana, una devaluación sustancial de la moneda local produjo frutos positivos con bastante rapidez. La devaluación, unida a una rígida política fiscal, puso freno a las importaciones y reactivó la producción industrial,

previniéndose la hiperinflación al no imprimir dinero o hacerlo con moderación, como en el caso de Rusia. Como se decía anteriormente, los altos tipos de interés hubieron de mantenerse para estabilizar el tipo de cambio después de una devaluación.

### **Administración de las crisis bancarias**

---

En lo concerniente a la microadministración de la crisis y, más concretamente, la gestión de las crisis bancarias, un problema importante es el del diseño de redes de seguridad. Hablando del prestamista de última instancia, el problema radica en si existen diferencias entre los países emergentes y las naciones industrializadas en cuanto a su necesidad y a su uso. Parece haber consenso en la literatura sobre la necesidad de que un banco central actúe como prestamista de última instancia para el sistema bancario. No obstante, existen controversias sobre si el banco central debe abstenerse de cualquier cosa que no sea proteger la oferta de dinero (como sugieren Goodfriend y King, 1988) o debe actuar de forma más agresiva, prestando a instituciones individuales, tal vez incluso si son insolventes, según el riesgo sistémico que conlleve, para proteger los préstamos y otras funciones de los bancos. La mayoría de los bancos centrales de los países industrializados parecen inclinarse por lo último al enfrentarse a crisis bancarias (Brimer, 1989). Una de las principales explicaciones de esta actitud generosa de los bancos centrales es que se sienten en una posición solvente en sus balances antes de actuar como prestamistas de última instancia, lo que les permite acumular pérdidas cuando es necesario y esterilizar los efectos de la inyección de liquidez, controlando de ese modo las presiones inflacionistas. La precaria situación de los balances de los bancos centrales de la mayoría de los países emergentes, unida a la inexistencia de un mercado monetario líquido que permita la esterilización, hace que la función de prestamista de última instancia siga siendo necesaria (o incluso más, a causa del subdesarrollo relativo de los mercados monetarios), pero mucho más costosa en términos de inflación. Además, regímenes monetarios muy estrictos, como las cajas de conversión, sólo permiten un uso limitado, si es que existe, del prestamista de última instancia. Esta situación es aún más extrema en caso de dolarización. Por este motivo, la microadministración de las crisis bancarias de los países emergentes exige otros tipos de acceso a liquidez diferentes de la inyección de liquidez del banco central, que puedan coexistir con el control de las presiones inflacionistas. Una posibilidad es el establecimiento de líneas de crédito con bancos extranjeros antes de que se produzca una crisis. Tal es el modelo que siguieron Argentina y México después de 1995.

El fondo de garantía de depósitos, una segunda red de seguridad también fundamental, ayuda a gestionar una situación de emergencia evitando una fuerte reducción de la masa monetaria a causa de la crisis, pero puede resultar menos atractivo en lo que se refiere a la prevención de ésta, ya que puede contribuir al riesgo moral, como se ha mencionado anteriormente (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1997). En cualquier caso, sea cual sea su función, no puede esperarse que un fondo de garantía pueda hacer frente a una crisis sistémica que suponga numerosas quiebras bancarias. El gobierno, y no el banco central, será el que deba cubrir las pérdidas de dicho fondo para evitar que se produzca una expansión incontrolada de la base monetaria. En el caso de una crisis sistémica de grandes proporciones, las autoridades tal vez deban implantar una garantía de cobertura total de los depósitos. Este recurso deberá activarse sólo si fuera absolutamente necesario, y dejando claro que su duración temporal es limitada (28).

## NOTAS

(\*) Trabajo presentado en la reunión *Wolpertinger* 2001 (Málaga, septiembre de 2001). Esta versión es una traducción del inglés, que se puede obtener de la autora.

Las opiniones que se expresan no reflejan necesariamente las del Banco de España, sino las de la autora. Pueden enviarse cuantas observaciones se deseen a la dirección [alicia.garcia-herrero@bde.es](mailto:alicia.garcia-herrero@bde.es).

- (1) A partir de ahora, y por brevedad, les llamaré países emergentes.
- (2) Para revisar estas crisis, así como las de los países emergentes, véanse ALLEN (1999) y DAVIS (2000).
- (3) El cuadro núm. 5 resume el origen, los acontecimientos y el tratamiento de esas cuatro crisis.
- (4) La única excepción podría ser la crisis ERM, y sólo hasta cierto punto, ya que en este caso la apreciación real de la moneda tuvo más importancia que la dependencia externa.
- (5) Es el llamado método de cartera para determinar los tipos de cambio (HAMADA, 1999).
- (6) Por ejemplo, BRANSON y HENDERSON (1995) han deducido la composición del patrimonio óptimo en moneda extranjera de una cartera internacional. La cartera depende de la desviación de la paridad de los tipos de interés, de la varianza del tipo de cambio, que es cero en el caso del tipo de interés fijo, y de la covarianza existente entre el tipo de cambio futuro y el nivel de precios futuro. El último término refleja el hecho de que el tipo de cambio actúa como un seguro contra la inflación.
- (7) El caso de México es todavía hoy un buen ejemplo de lo contrario.
- (8) En menor medida en el caso de algunos países latinoamericanos antes de la crisis de los ochenta y en Rusia.
- (9) El riesgo moral existe en el mundo desarrollado, aunque sostengo que su influencia es menor, ya que las normas del juego

están definidas con mayor claridad. Por ejemplo, las garantías gubernativas tienden a ser más explícitas que en las economías emergentes, y los participantes privados no esperan estar asegurados cuando asumen riesgos.

(10) Por fuga de capital se entiende la parte de las reclamaciones externas de valores de un país que no se registran como inversiones y que, por tanto, no puede usarse para el servicio de la deuda extranjera o para financiar la inversión doméstica.

(11) Alrededor de 84.000 millones de dólares EE.UU. huyeron de México entre 1977 y 1987, cerca de 58.000 millones de Venezuela y unos 46.000 millones de Argentina (ALLEN, 1999).

(12) Más concretamente, BERNAKE y JAMES (1991) compararon una muestra de 11 países que sufrieron retiros masivos de depósitos con otros 13 con problemas bancarios, pero sin retiros. Controlando por las condiciones macroeconómicas y la oferta de dinero iniciales, concluyeron que en 1930 (el año anterior al punto culminante de la gran depresión y de la crisis mundial) ambos tipos de países (con y sin pánicos bancarios) tuvieron tasas similares de deflación y descenso de la producción. Por el contrario, en 1932 (el año siguiente a las crisis bancarias más intensas) la producción industrial cayó un 2 por 100 en los países donde no se había producido una retirada masiva de depósitos, en tanto que lo hizo en un 16 por 100 en los que sí hubo retiradas masivas de depósitos.

(13) Véanse OBSTFELD y ROGOFF (1996) sobre una descripción de la forma en que un tipo de cambio fijo hace que un país resulte vulnerable a los ataques especulativos.

(14) Si no se imponen restricciones al movimiento de capitales, un tipo de cambio fijo reduce las expectativas de inflación, ya que supone en realidad la adopción de la política monetaria del país de referencia. Una ventaja adicional de un tipo de cambio fijo es que contribuye a crear una disciplina en la elaboración de políticas, lo que evita los problemas de inconsistencia temporal que se producen cuando las autoridades se sienten incentivados para seguir una política monetaria discrecional con el fin de alcanzar objetivos de crecimiento a corto plazo o de pleno empleo (KYNDLAND y PRESCOTT, 1977).

(15) Para una revisión de los pros y los contras de las cajas de conversión frente a la dolarización, véase BERG y BORENZSTEIN (2000).

(16) Para una revisión de los pros y los contras de la dolarización frente a una unión monetaria regional en Latinoamérica, véase GARCÍA HERRERO y GLÖCKLER (2000).

(17) Es probable que una excesiva apreciación de la moneda nacional produzca grandes déficit por cuenta corriente, lo que podría dar lugar a la creación de una posición de deuda insostenible que llevaría a los inversionistas a huir y produciría una rápida depreciación de la moneda. Ello podría superar cualquier tipo de equilibrio concebible, dando lugar a fuertes presiones inflacionistas. CHANG y VELASCO (1998) muestran que un sistema de cambio flexible con un elevado stock de deuda extranjera puede ser objeto de crisis independientemente de los fundamentales.

(18) La evidencia empírica muestra que el poder de compra no se mantiene ni siquiera a medio plazo.

(19) EICHENGREEN y PORTES (1997) hallan pruebas empíricas de que los sistemas de tipo de cambio fijo son menos proclives a las crisis bancarias que los flexibles. Hay que señalar, sin embargo, que su muestra incluye a grandes países industrializados, como los Estados Unidos, y tiene una mayor perspectiva histórica.

(20) Para una descripción de la crisis bancaria venezolana, véase GARCÍA HERRERO (1997).

(21) Para una revisión de los instrumentos que reducen las consecuencias negativas de las entradas de capitales, véase GARCÍA HERRERO e IDEN (1996).

(22) Véase CAPRIO y KLINGEBIEL (1996a) para más información sobre las medidas macroeconómicas y bancarias destinadas a evitar que se produzcan crisis bancarias.

(23) Para más detalles sobre los esfuerzos de regulación y supervisión que pueden realizarse para evitar las crisis bancarias, véase MOSKOW (1998).

(24) Se ha venido manteniendo un debate permanente sobre si el FMI debe convertirse en prestamista internacional de última instancia. Por mi parte, y en aras de la sencillez, usaré la misma expresión para describir la situación actual.

(25) En la crisis latinoamericana, México, Brasil y Argentina recibieron 17.900 millones de dólares EE.UU. Sólo a México se destinaron 51.600 millones en 1995. Tailandia, Indonesia y Corea recibieron 117.000 millones en 1997, y Rusia, en el último paquete, 22.500 millones.

(26) Ambas escuelas se fijan en la Gran Depresión para defender políticas expansionistas monetaria y fiscal.

(27) Como promedio, el PIB cayó más de un 10% a finales del año 1998.

(28) LINDGREN y GARCÍA (1996) exponen las mejores prácticas para implantar garantías totales de los depósitos.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, ROY E. (1999), *Financial Crises and Recession in the Global Economy*, segunda edición, Edward Elgar Publishing Limited.
- BAGEHOT, WALTER (1962), *Lombard Street (1873)*, reimpresión de Irwin Homewood.
- BANCO MUNDIAL (1998-1999), «Preventing financial crises in developing countries», en *Beyond Financial Crisis: Global Economic Prospect and the Developing Countries*.
- BARTH, JAMES R.; CAPRIO, GERARD, JR., y LEVINE, ROSS (2000), «Banking systems around the globe: Do regulation and ownership affect performance and stability?», presentado en el 22 *SUERF Colloquium*, Viena, abril.
- BERNAKE, BEN, y JAMES, HAROLD (1991), «The gold standard, deflation and financial crisis in the Great Depression: An international comparison», en R. GLENN HUBBARD (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, University Press.
- BERNAKE, BEN S., y MISHKIN, FREDERIC S. (1997), «Inflation targeting: a new framework for monetary policy», *The Journal of Economic Perspectives*.
- BERG, ANDREW, y BORENSZTEIN, EDUARDO R. (2000), *The pros and cons of full dollarization*, FMI, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- BRIMER, ANDREW F. (1989), «Central banking and systemic risks in capital markets: distinguished lecture on economics in government», *The Journal of Economic Perspectives*.
- CAPRIO, GERARD, JR., y KLINGEBIEL, DANIELA (1996), «Bank insolvencies: Cross-country experience», *Policy Research Working Paper 1620*, Policy Research Department, World Bank, Washington, D.C.
- (1996b), «Bank insolvency: Bad luck, bad policy, or bad banking?», presentado en la *World Bank's annual Bank Conference on Development Economics*, Washington, D.C.
- CHANG, R., y VELASCO, A. (1998), «Financial fragility and the exchange rate regime», mimeo.
- CUDDINGTON, JOHN T. (1986), «Capital flight: Estimates, issues, and explanations», *Princeton Studies in International Finance*, núm. 58, Princeton, New Jersey, International Finance Section, Princeton University.
- DAVIS, E. PHILIP (2000), «Financial stability in the euro area –Some lessons from US financial history», presentado en el *SUERF Colloquium*, Viena, abril.
- DEMIGÜÇ-KUNT, ASLI, y DETRAGIACHE, ENRICA (1997), «The determinants for banking crises: Evidence from industrial and developing countries», *World Bank Policy Research Working Paper 1828*, World Bank and International Monetary Fund, Washington, D.C.
- DOOLEY, MICHAEL (1986), «Country-specific risk premiums, capital flight and net investment income payments in selected developing countries», International Monetary Fund, Washington, D.C., inédito, marzo.
- DUWENDAG, DIETER (1987), «Capital flight from developing countries: Estimates and determinants for 25 major borrowers», *Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, SUERF Series*, núm. 52A.
- EATON, JONATHAN (1987), «Public debt guarantees and private capital flight», *NBER Working Paper*, núm. 2172; National Bureau of Economic Research, marzo.
- EICHENGREEN, BARRY, y PORTES, RICHARD (1997), «Managing financial crises in emerging markets», en *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, presentado en el *Symposium of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, agosto.
- FISHER, IRVING (1932), *Booms and Depressions*, Nueva York.
- FRIEDMAN, MILTON, y SCHWARTZ, ANNA J. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.
- GARCÍA, GILLIAN (1998), «Deposit insurance», en *Preventing Bank Crises: Lessons from Recent Global Bank Failures*, actos de la Conferencia del Federal Reserve Bank of Chicago y el Economic Development Institute of the World Bank, Washington, D.C.
- GARCÍA HERRERO, ALICIA (1997), «Banking crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela», *IMF Working Paper*, núm. 140, International Monetary Fund, Monetary and Exchange Affairs Department, Washington, D.C.
- GARCÍA HERRERO, ALICIA, y GLÖCKLER, GABRIEL (2000), «Options for Latin America in a Globalised World», presentado en la Conferencia *Dollars, Democracy and Trade: External Influence on Economic Integration in the Americas*, organizada por el Centre for Applied Economic Research and the Pacific Council of International Policy, Los Ángeles, mayo.

- GARCÍA HERRERO, ALICIA, y IDEN, G. (1996), «Case study n.º 1: Exchange rate policy, sterilization and capital inflows», *Mae Course on Monetary and Exchange Operations*, IMF Workshop, International Monetary Fund.
- GOLDBERG, LINDA; DAGES, GERARD B., y KINNEY, DANIEL (2000), «Foreign and domestic bank participation in emerging markets: Lessons from Mexico and Argentina», presentado en el 22 *SUERF Colloquium*, Viena, abril.
- GOODFRIEND, MARVIN, y KING, ROBERT G. (1988), «Financial deregulation, monetary policy, and central banking», *Economic Review and Federal Reserve Bank of Richmond*.
- HAMADA, KOICHI (1999), «A comparison of currency crises between Asia and Latin America», presentado en el duodécimo *Congress of the International Economic Association*, en Buenos Aires, agosto, mimeo.
- HAUSMANN, RICARDO, y GAVIN, MICHAEL (1996), «Hacia la estabilidad y el crecimiento en una región vulnerable a las turbulencias: el reto político para América Latina», en *Hacia la estabilidad y el crecimiento en América Latina: Cuestiones políticas y perspectivas de las economías vulnerables*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- KAMINSKY, GRACIELA L., y REINHART, CARMEN M. (1997), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*.
- KYDLAND, FINN E., y PRESCOTT, EDWARD C. (1977), «Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans», *Journal of Political Economy*.
- (1982), *Financial Crises: Theory, History, Policy*, Cambridge University Press.
- KINDLEBERGER, CHARLES P. (1996), *Manias, Panics and Crashes*, tercera edición, John Wiley & Sons, Inc., 1996.
- LAMFALUSSY, ALEXANDRE (2000), «Financial crises in emerging markets: An essay of financial globalisation and fragility», Yale University Press, mimeo.
- LINDGREN, CARL-JOHAN, y GARCÍA, GILLIAN (1996), «Deposit insurance and crisis management», *Operational Paper*, número. 96/3, Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- LINDGREN, CARL-JOHAN; GARCÍA, GILLIAN, y SAAL, MATTHEW, I. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- MEYER, A., y BASTOS-MÁRQUES, M. S. (1989), «A fuga de capital no Brasil», Fundação Getulio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, Centro de Estudios Monetarios e de Economia Internacional, núm. 06/89, agosto.
- MISKY, HYMAN P. (1982), «The financial stability hypothesis: Capitalistic processes and the behaviour of the economy», en *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.
- MISHKIN, FREDERIC, S. (1996), «Asymmetric information and financial crises: A developing country perspective», presentado en el *IMF Research Department Seminar*, Federal Reserve Bank of New York, Graduate School of Business at Columbia University and National Bureau of Economic Research, marzo.
- (1998), *The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries*, National Bureau of Economic Research, International Finance, págs. 81-101.
- MSOKOW, MICHAEL H. (1998), «Regulatory efforts to prevent banking crises», en *Preventing Bank Crises: Lessons from recent Global Bank Failures*, actos de la Conferencia del Federal Reserve Bank of Chicago and the Economic Development Institute of the World Bank, Washington, D.C.
- ROJAS-SUÁREZ, LILIANA (1991), «Risk and capital flight in developing countries», *Occasional Paper*, núm. 77, «Determinants and systemic consequences of international capital flows», estudio para el Research Department of the IMF, International Monetary Fund, Washington, D.C.marzo.
- SCHWARTZ, ANNA J. (1986), «Real and pseudo-financial crises», en *Financial Crises and the World Banking System*, de Capie, Forrest y Wood, Geoffrey E., Londres, MacMillan.



# Aplicación de estrategias de unificación de precios en la banca minorista en Europa

Merja Mankila (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

Este artículo presenta los resultados de las encuestas sobre la aplicación de estrategias de unificación de precios en la banca europea minorista realizadas entre junio y octubre de 2000, en las que participaron diversos bancos europeos.

El objetivo de este proyecto de investigación es obtener evidencia empírica de los modelos de unificación de precios que se aplican en la banca minorista europea, las razones que motivan su empleo y la forma en la que se cuantifica el éxito de las estrategias de unificación de precios. Un apartado fundamental de este trabajo viene dado por los aspectos competitivos de la unificación de precios. Éstos se identifican, en general, como un medio competitivo potencialmente apropiado para la captación de nuevos clientes, la venta cruzada de nuevos servicios a actuales clientes y/o el mantenimiento de los clientes actuales (Guiltinan, 1987). Es posible que existan otros motivos subyacentes en la práctica de unificación de precios, como la reducción de costes y la diferenciación respecto a los competidores (Eppen, Hanson y Martin, 1991). Naturalmente, los motivos que provocan la unificación de precios está afectada por los recursos propios y la situación de los bancos, así como por la estructura del mercado y la experiencia en el entorno competitivo (Hunt y Morgan, 1955, Porter, 1985). Es importante, por tanto, identificar y analizar los modelos de unificación de precios en un contexto más amplio.

Las preguntas que se plantean en el desarrollo de este trabajo son las siguientes:

- ¿Cuándo comenzaron las entidades bancarias europeas a aplicar unificación de precios?
- ¿Por qué empezaron a aplicar unificación de precios?

- ¿Están aplicando actualmente unificación de precios?
- ¿Cuáles son los problemas más importantes de la unificación de precios?
- ¿Cuáles son los motivos subyacentes en la actual unificación de precios?
- ¿Cuáles son las características de la unificación de precios?
- ¿Cuáles son sus principales ventajas competitivas?
- ¿Qué factores explican el éxito de las estrategias de unificación de precios?
- ¿Cuáles son los factores económicos y de mercado que más afectan a la decisión de rebajar precios?
- ¿Cómo se mide la rentabilidad en las estrategias de unificación de precios?

Los modelos de unificación de precios se clasifican y se definen (cuadro núm. 1) en tres categorías. Las entidades bancarias que participaron en este estudio se colocan seguidamente de acuerdo con la clasificación del cuadro núm. 2. Posteriormente se muestran los resultados organizados según la localización geográfica de las entidades: Sur de Europa, Europa central y Norte de Europa. Los principios generales de los modelos que a continuación se presentan (cuadros núms. 1 y 2) forman también una plataforma común para el análisis final de los diferentes modelos y las diferencias geográficas. A continuación se describe la metodología empleada.

## II. LAS ENCUESTAS DESDE UN PUNTO DE VISTA METODOLÓGICO

Para el desarrollo del presente trabajo, se realizaron 18 encuestas a entidades bancarias minoristas de

seis países europeos: España, Alemania, Reino Unido, Italia, Finlandia y Suecia. España e Italia representaron al Sur de Europa, Alemania y el Reino Unido a Europa central, y Finlandia y Suecia al Norte de Europa. Evidentemente, la inclusión de sólo estos países y únicamente unas cuantas entidades de cada uno de ellos no podrá ofrecer un cuadro completo de las estrategias de unificación de precios en aquellas áreas geográficas. Es importante tener en cuenta esta limitación al interpretar los resultados obtenidos.

La elección de los países se basó sobre todo en su localización geográfica, con el fin de definir tres grupos distintos, suponiendo a priori que las diferencias aumentarían en proporción a la distancia entre las entidades. Posteriormente, la elección de las entidades bancarias en esos países se basó en la información proporcionada por el Institute of European Finance (1), en el tamaño y en diversos aspectos de tiempo y coste. Puesto que las encuestas fueron realizadas por una sola persona, hubo que limitar su número, teniendo en cuenta además que los entrevistadores tenían que realizar su trabajo en el plazo de una semana en cada uno de los países debido a limitaciones de tiempo y de costes. Por consiguiente, sólo se contactó con las entidades más relevantes en cada uno de los países para poder conseguir una perspectiva global de la región y cubrir el mercado en la mayor medida de lo posible.

En España, se contactó con cinco entidades (Banco Santander, BBV, *Banco Pastor*, *La Caixa* y Caja Madrid), de las cuales sólo las dos en cursiva aceptaron la encuesta. En Alemania se contactó a cuatro grandes bancos (*Deutsche Bank*, *HypoVereinsbank*, *Commerzbank* y *Dresdner Bank*) y en todos ellos se concertaron entrevistas. En el Reino Unido, se solicitaron entrevistas en seis bancos (The Abbey National, *National Westminster [Royal Bank of Scotland]*, *Halifax plc*, *LloydsTSB*, *HSBC* y *Barclays*), siendo los bancos en cursiva los que participaron en el estudio. En Italia, se contactó con tres bancos (*Banca di Roma*, *Banco Ambrosiano Veneto [a través de la Banca Intesa]* y *Banca San Paolo IMI*), siendo todos ellos entrevistados. En Finlandia, se estableció contacto con tres bancos (*Leonia*, *Osuuspankki* y *MeritaNordBanken*) habiéndose realizado las tres encuestas. En Suecia, se solicitó la participación en el estudio de cuatro bancos principales (*FöreningsSparbanken*, *Handelsbanken*, *MeritaNordbanken* y *S-E-B*), y tres de ellos (los que aparecen en cursiva) aceptaron la entrevista. Las personas entrevistadas fueron los responsables de marketing para el segmento de la banca minorista, los vicepresidentes primeros u otros encargados de desarrollo para el mercado de banca al por menor. En una entidad respondió un economista que no estaba directamente vinculado al negocio de la banca minorista.

Las entrevistas duraron desde una hora a más de dos horas.

Se utilizó un cuestionario estructurado para recoger la misma información en todas las entidades (2). Esta forma de llevar a cabo la investigación se inspiró en un estudio detallado sobre competencia bancaria en el Reino Unido; de hecho, uno de los estudios más importantes, dado a conocer en la primavera de 2000 (Cruickshank, 2000). Las respuestas al cuestionario se han valorado en función de su significación desde 1=insignificante hasta 5=crucial. Las encuestas permitieron obtener todas las respuestas y aclarar, cuando fuera necesario, el significado de las preguntas y conceptos utilizados. Por consiguiente, sólo en unos pocos casos algunas preguntas no fueron respondidas por todas las entidades. En estos casos, se calculó la media simple incluyendo menos entidades en la respuesta para el grupo geográfico en cuestión. Si bien se habían fijado a priori las alternativas de respuesta a la mayoría de las preguntas, se dio oportunidad a los encuestados para que anotaran otras alternativas según sus propias experiencias. Con todo, tan sólo en muy limitadas ocasiones se incluyeron aspectos adicionales. Estas cuestiones se ofrecerán en el apartado de resultados tras la pregunta respectiva.

Los resultados se presentan en las diversas cuadros de este trabajo. Los números que figuran en las casillas representan promedios del grupo de entidades en la región geográfica específica, que imposibilitan el reconocimiento de las respuestas de una entidad individual. La desviación típica de las respuestas se incluye entre paréntesis junto a la respuesta media (3). Se señala con ella la dispersión de las respuestas dentro del grupo. Sin embargo, las cifras no constituyen la parte fundamental de este trabajo, si bien indican el rango de las alternativas que, a su vez, es más pertinente para el análisis.

Este tipo de investigación ha sido criticado por su carácter subjetivo, ya que el análisis se basa sólo en las respuestas subjetivas de una o de pocas personas que representan a toda la entidad. Es posible que otras personas de esas entidades hubiesen dado respuestas totalmente distintas. Sin embargo, en todos los casos, excepto en uno, los encuestados eran los responsables de la aplicación de unificación de precios, por lo que los resultados son fiables a este respecto. Además, si hubiera sido otra persona la que realizara entrevistas similares sobre unificación de precios en estas entidades, es muy probable que hubiese obtenido las mismas respuestas de las personas encuestadas. Otra fuente adicional de error en los resultados se refiere a la honestidad de los encuestados y al vigor puesto en el estudio. Las preguntas eran de carácter relativamente

genérico y, por consiguiente, el secreto no constituía un problema digno de consideración. Se analizaron los conceptos, y en realidad la única limitación encontrada fue el tiempo, que en muy pocos casos podría haber mejorado la calidad de las respuestas. En un caso, la entrevista se realizó por teléfono. No se estimó que alguna de estas inexactitudes potenciales hubiera podido afectar de manera significativa los resultados del estudio.

### III. DEFINICIÓN Y CLASIFICACIÓN DE LOS MODELOS

---

Los unificación de precios que aplican las entidades pueden dividirse en tres categorías principales, que se basan en el propósito teórico más obvio de la unificación: 1) unificación de eficiencia en costes; 2) unificación de venta cruzada, y 3) unificación de fidelización (4). Como se verá más adelante en este trabajo, los modelos de unificación de precios responden a varios factores además de los aquí enumerados. Por

otra parte, los diferentes modelos comparten a veces los mismos objetivos, por más que se hayan clasificado en este estudio como si fueran diferentes los unos de los otros. En esta fase del estudio, la clasificación responde al propósito de aclarar su presentación. Los tres diferentes modelos pueden dividirse a su vez en varios subgrupos, presentándose en el cuadro núm. 1 las definiciones de los modelos de unificación de precios.

La unificación de precios que se presentan en este trabajo se analizará desde un punto de vista geográfico. En el cuadro núm. 2, se ofrece una descripción del uso bancario de modelos de unificación de precios y del origen geográfico de las entidades bancarias. Es obvio que algunas entidades emplean más de un modelo, y cuando los modelos están claramente definidos se los identifica por separado. Por ejemplo, Banco Pastor ofrece una unificación *on-line* y al mismo tiempo una unificación orientado hacia un producto específico a fin de facilitar las ventas a crédito. Por consiguiente, este banco aparece en dos casillas, al igual que los bancos nórdicos que se concentran en la disminución

---

#### CUADRO NÚM. 1

#### DEFINICIÓN DE LOS MODELOS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS EN LA BANCA MINORISTA

---

##### Unificación de eficiencias en costes

*Unificación de servicios diarios:* una cuenta corriente que incluye todos los servicios básicos (servicios de pago, tarjetas de débito, cheques, a menudo a través de diversos canales) con cierta comisión uniforme de cuenta o con precios individuales reducidos.

*Paquete on-line:* Se ofrecen al cliente precios especiales sólo si utiliza la banca telefónica o por internet para sus transacciones diarias.

El objetivo de esta unificación es, en primer lugar y sobre todo, mejorar la eficiencia (disminución de servicios y de costos de operación), pero al mismo tiempo la oferta de un mejor servicio al cliente puede mejorar la eficacia indirectamente (aumento de los ingresos) de otros servicios bancarios.

---

##### Unificación de ventas cruzadas

*Unificación de dos o más servicios bancarios básicos:* es una unificación de precios basado en un servicio principal (p. ej. una cuenta corriente) con objeto de aumentar las relaciones con el cliente mediante servicios «básicos» adicionales (préstamos o ahorros).

*Unificación de un servicio bancario y un servicio no bancario:* unificación de precios que combina un producto bancario (p. ej. una cuenta corriente) y un producto no bancario (p. ej. un teléfono móvil) con el propósito de aumentar las ventas del producto bancario.

La intención en ambos tipos de unificación de precios es aumentar las ventas de determinados servicios.

---

##### Unificación de fidelización

*Concepto del cliente:* unificación de precios que define un determinado tipo y tamaño de relación con un cliente, que afecta a su vez al precio total pagado por los servicios específicos que se incluyen en la unificación.

*Bonificación de fidelidad por volumen:* unificación por la que se concede al cliente reducciones de precios basadas en el volumen total de operaciones realizadas por el cliente.

*Bonificación de fidelidad por producto:* unificación de precios por la que se conceden al cliente reducciones de precios basadas en el consumo de determinados productos/servicios (y sus volúmenes respectivos).

El propósito de estas unificaciones de precios es mantener los tipos apropiados de clientes mediante bonificaciones de precios por su «adecuado» comportamiento.

---

de costes y en la mejora de la fidelización. Por otra parte, el enfoque de unificación de precios de Halifax se considera como una oferta más unificada, si bien, como pudo verse antes, el modelo incluye en realidad cuatro unificaciones independientes. Halifax, por tanto, es el único que está presente en una casilla. Se ha efectuado un análisis similar en lo relativo a la unificación de precios de otras entidades bancarias.

De acuerdo con el cuadro núm. 2, todos los tipos de modelos principales aparecen en las diversas áreas de Europa, aunque su enfoque principal difiera.

Los bancos italianos y españoles son los que presentan una mayor variedad en el uso de tipos de modelos. La unificación de transacciones basada en cuentas corrientes no se utiliza como estrategia principal, sino simplemente como una combinación con otros modelos con el fin de aumentar su eficiencia en costes. La prioridad principal en el Sur de Europa parece ser la de mejorar de forma activa la penetración de los productos en los clientes actuales, así como aumentar las ventas atrayendo a nuevos clientes. Se utiliza también la unificación de relación. Así, en cierta medida, las rebajas en precios han sido especificadas previamente y se basan en la rentabilidad total de la relación, que a su vez depende en gran parte del volumen de operaciones realizadas. Sin embargo, el poder de negociación de los clientes es el que determina, en última instancia,

estas rebajas, que por tanto, no siempre son automáticas e iguales para todos los clientes, incluso para los mismos niveles de volumen.

En Europa central, Alemania y el Reino Unido, los modelos de unificación de precios son por lo general unificación de servicios diarios basados en una cuenta corriente y acompañados de diferentes servicios de pago y de canales de distribución. En el Reino Unido, sin embargo, se da una tendencia a incluir todo tipo de servicios en la unificación de transacciones. Por ejemplo, el modelo de unificación de precios del Royal Bank of Scotland está basado en una cuenta corriente que incluye varios servicios bancarios y no bancarios, por lo que ha sido situado en la segunda casilla. Lo mismo puede decirse del HSBC (5). Sólo una de las decisiones sobre unificación de precios de las entidades puede caracterizarse como una unificación de relación en este grupo de Europa central: se trata de una red de diferentes relaciones de productos en el Halifax.

En el Norte de Europa, Finlandia y Suecia, la unificación de precios se centra *tanto* en el uso eficiente de los servicios bancarios diarios *como* en el mantenimiento de las relaciones. Un Banco, Handelsbanken, utiliza la unificación de precios de una forma muy limitada con el fin exclusivo de facilitar las ventas de tarjetas de crédito y la concentración de préstamos. Su estrategia principal es la banca gratuita tradicional con

CUADRO NÚM. 2

**MODELOS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS APLICADOS POR DETERMINADAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS MINORISTAS**

Modelo de unificación de precios	Sur de Europa	Europa central	Norte de Europa
<i>Unificación de eficiencia en costes:</i> Unificación de servicios cotidianos	Banco Ambrosiano Veneto	Deutsche Bank 24 Hypo Vereinsbank Dresdner Bank Commerzbank	Leonia MeritaNordbanken, Finlandia MeritaNordbanken, Suecia FöreningsSparbanken
Unificación on-line	Banco Pastor	Deutsche Bank 24	Leonia
<i>Unificación de ventas cruzadas:</i> Préstamos/ahorros	Banco Pastor San Paolo IMI SPA		(Handelsbanken)
Incentivo no bancario	Banco Ambrosiano Veneto	Royal Bank of Scotland HSBC	
<i>Unificación de fidelización:</i> Concepto del cliente			Leonia MeritaNordbanken, Finlandia MeritaNordbanken, Suecia FöreningsSparbanken
Volumen	La Caixa Banca di Roma		Osuuspankki
Producto		Halifax	

modificaciones basadas en la oficina bancaria. Por ello, Handelsbanken figura entre paréntesis (6). Los modelos de unificación que utilizan las entidades bancarias del Norte son conceptos de clientes. Osuupanskki se aparta de esta práctica y aplica un programa de fidelización en el que el volumen de operaciones realizadas por los clientes les da derecho a puntos que, a su vez, se convierten en reducciones de precios.

La conclusión de este apartado es que es probable que la unificación de precios sea una práctica de fijación de precios ampliamente utilizada en Europa, en la medida en que es aplicada por todas las entidades bancarias incluidas en el estudio, una vez más a excepción de Handelsbanken. La unificación de precios figura también en una gran variedad de modelos. Las propias entidades hablan sobre todo de «hacer unificaciones», en lugar de unificar precios, y tratan de emplear términos más imaginativos en el marketing dirigido a la clientela. El uso del concepto de unificación de precios resultó especialmente sensible en el Reino Unido y en los países nórdicos. En el Reino Unido, se criticó a las entidades bancarias en un informe realizado en la primavera de 2000 por haber abusado de sus clientes, entre otras cosas, mediante estrategias de unificación de precios (Cruickshank, 2000). Se presentó la unificación de precios como una estrategia anti-monopolio de las entidades bancarias para forzar a los clientes a comprar productos bajo condiciones no competitivas. En los países nórdicos, las entidades pusieron especial atención en señalar al cliente la utilidad y los beneficios de sus estrategias, y los modelos de unificación de precios recibieron el nombre de conceptos de clientes.

#### IV. LOS MOTIVOS SUBYACENTES EN LAS ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

Los primeros modelos de unificación de precios se introdujeron por las entidades bancarias encuestadas durante la década de 1980. HSBC introdujo su unificación para estudiantes con la intención de captar nuevos clientes, mientras que el Banco San Paolo estableció unificación de cuenta corriente orientada a su segmento de clientes adinerados. En el Reino Unido, el Royal Bank of Scotland introdujo su cuenta *Royalties*, articulada en torno a la cuenta corriente, si bien el motivo pareció ser la introducción de una comisión de cuenta y romper la tradición de la banca gratuita que había sido siempre la norma en el Reino Unido. Nordbanken (actualmente Gotabanken, que fue adquirido más tarde por Nordbanken, y que al realizarse las encuestas se llamaba MeritaNordbanken, Suecia, y recibe hoy día el

nombre de Nordea) introdujo a su vez unificación de cliente preferente en 1984 influido por los Estados Unidos, que implicaba una relación total con el cliente. Estos primeros modelos de unificación de precios están afectando todavía la práctica de unificación de precios en estas entidades, aunque se hayan realizado, como es natural, algunos cambios en las condiciones para la unificación actual desde que fueron introducidos por vez primera.

Al comienzo de la década de 1990, la preocupación principal de los bancos europeos era el aumento de la eficiencia de uso de las cuentas corrientes y de las operaciones diarias. Esta evolución, impulsada por la tecnología, puede identificarse muy claramente en Finlandia, Suecia y Alemania. Los bancos italianos, que iniciaron la unificación de precios al comienzo de la década de 1990, estaban más preocupados por la segmentación de la clientela y por los problemas de gestión de sus relaciones.

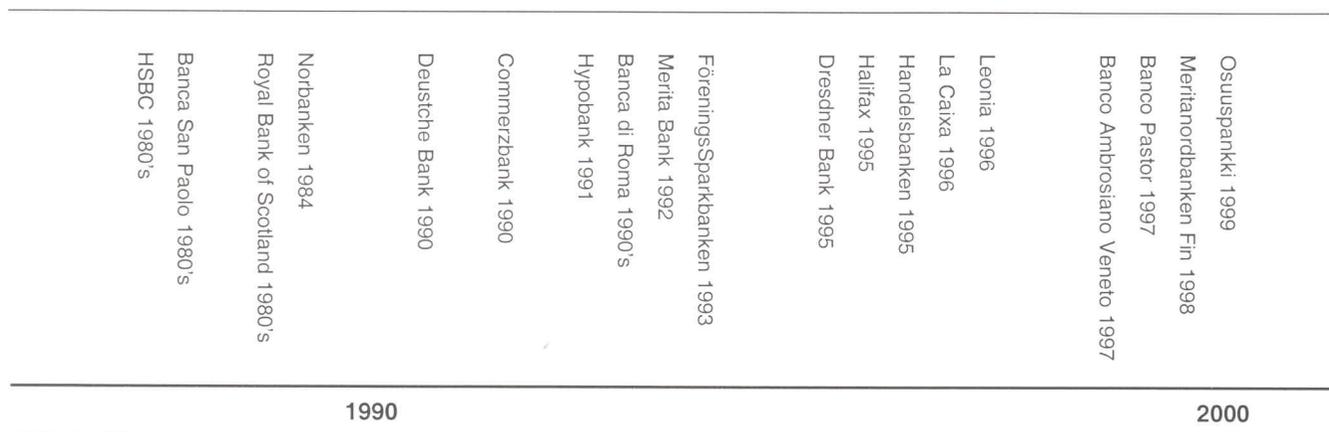
Después de 1995, las entidades bancarias se han ido orientando cada vez más hacia el cliente, y en un contexto de unificación de precios esto puede identificarse como un desplazamiento desde una simple unificación de cuenta corriente y de servicios de pagos hacia el mantenimiento de las relaciones con los clientes y las reducciones de precios en el volumen total y/o en el uso de servicios. Esta evolución es más perceptible en las entidades bancarias españolas y en los nórdicas, que puede decirse que fueron «responsables» del actual desarrollo, si bien Halifax, en el Reino Unido, desarrolló también a finales de la década de 1990 una estructura de incentivos basada en las relaciones existentes con los clientes. El Banco Ambrosiano Veneto, a su vez, ha sido innovador mediante sus ventas cruzadas de cuentas corrientes con la inclusión de un servicio no bancario (teléfonos móviles y ordenadores). Los años concretos en que los bancos estudiados iniciaron la unificación de precios pueden verse en el gráfico 1.

En el cuadro núm. 3 se presentan los motivos que llevaron a las entidades bancarias a aplicar la unificación de precios.

En el Sur de Europa, los factores más importantes han sido la creación de imagen, las ventas cruzadas y la fidelización y captación de clientes. Las entidades han intentado también distinguirse de sus competidores, lo que significa que se han esforzado por innovar en sus planteamientos en comparación con la competencia. Los valores de la mayor parte de las variables, esto es, más altos que 3, señalan que casi todos los factores se valoran como al menos moderadamente significativos para las entidades bancarias, y que el

GRÁFICO 1

## AÑOS DE INTRODUCCIÓN DE MODELOS DE PAQUETES DE PRECIOS



único factor que no fue significativo al principio en las decisiones respecto a la unificación de precios fue la competencia en precios de los bancos en nichos de mercado.

Para los bancos del Centro de Europa, los motivos de mayor relevancia para la introducción de modelos de unificación de precios han sido la disminución de los costes de venta y de servicio a los clientes y las ventas cruzadas de nuevos servicios. Las entidades bancarias también han intentado diferenciarse de algunos competidores que ofrecen aparentemente unificaciones similares con el fin de captar a nuevos clientes y de aumentar la satisfacción de su clientela tradicional. La evaluación de la importancia de los restantes factores indica también la asignación de un valor moderadamente alto a la fidelización de los clientes actuales, si bien no se sitúa entre los cinco motivos principales.

En el Norte de Europa, los motivos básicos que propiciaron la introducción de unificación de precios han sido la aceptación de comisiones por parte de la clientela, la fidelización de los clientes actuales, la mejora en la satisfacción del cliente y la introducción de nuevos canales de prestación de servicios. No consta que los factores competitivos sean los motivos para la unificación de precios, y lo mismo cabe decir respecto a la creación de imagen del banco. Las entidades han centrado su atención en sus clientes actuales, aunque la captación de nuevos clientes haya tenido también cierta relevancia a ese respecto. Los bancos nórdicos han sido tecnológicamente avanzados y, por consiguiente, uno de los principales motivos subyacentes en los primeras unificaciones de precios ha sido conseguir que los clientes utilicen canales de prestación de servicios más eficientes, como la banca por teléfono, internet, cajeros automáticos para pagos, etc. Con ello disminu-

CUADRO NÚM. 3

## MOTIVOS PARA EMPEZAR A APLICAR UNIFICACIÓN DE PRECIOS

MOTIVO INICIAL	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Ofertas semejantes de competidores .....	3,25 (1,71)	3,20 (1,30)	1,40 (0,89)
Distinguir al banco de sus competidores .....	3,50 (1,00)	3,80 (1,64)	2,40 (1,34)
Defenderse de precios de bancos de nichos en mercado .....	2,75 (0,96)	2,00 (0,71)	1,60 (0,55)
Reducir costes de venta y servicios a clientes .....	3,25 (1,26)	4,20 (1,10)	3,00 (1,00)
Incrementar la aceptación por el cliente de las comisiones .....	3,00 (1,63)	2,40 (1,14)	3,20 (1,48)
Ventas cruzadas .....	4,50 (0,58)	4,20 (0,84)	4,20 (1,30)
Aumentar la duración de la relación con el cliente .....	4,50 (0,58)	3,40 (1,52)	4,40 (0,49)
Captar nuevos clientes .....	4,50 (1,00)	3,40 (0,89)	2,60 (0,55)
Aumentar la satisfacción de los clientes .....	3,50 (1,00)	4,00 (0,71)	4,00 (1,22)
Introducir nuevos canales de distribución .....	3,50 (1,29)	2,40 (1,52)	3,40 (0,55)
Crear nueva imagen .....	4,75 (0,50)	2,60 (1,14)	1,60 (0,89)
Disminuir subsidiación cruzada .....	3,00 (0,82)	2,40 (0,89)	2,40 (1,67)

1 = insignificante; 2 = poco importante; 3 = moderadamente importante; 4 = muy importante; 5 = crucial. Las cifras en cursiva señalan los cinco factores más importantes. Los números entre paréntesis muestran las desviaciones estándar.

yen al mismo tiempo los costes bancarios, si bien el motivo de la reducción inmediata de costes parece haber sido la importancia secundaria. En el cuadro número 4 se resumen los motivos para la estrategia actual de unificación de precios.

Partiendo de una comparación entre los motivos originales y los actuales para los bancos del Sur de Europa, aparece que la venta cruzada y la fidelización de clientes han ido creciendo en importancia, en tanto que la captación de clientes, aun siendo todavía uno de los cinco factores más importantes, ha perdido cierta relevancia. La creación de la imagen propia de la entidad ya no es uno de los aspectos principales en la unificación de precios, puesto que la atención se ha ido desplazando hacia el aumento de la satisfacción del cliente. Las entidades del Sur de Europa han experimentado recientemente una mayor competencia de los bancos que operan en determinados nichos de mercado, y las características distintivas de sus propias unificaciones de precios siguen teniendo una importancia más moderada.

En Europa central, en la actual unificación de precios se advierte una ligera tendencia a hacer hincapié en el motivo de fidelización de clientes, en lugar de dirigir la atención a la captación de éstos. Los bancos de Europa central se muestran también ansiosos respecto al objetivo de satisfacer al cliente, dominando sobre los factores anteriores para la unificación de precios el de disminuir los costes y diferenciarse de sus competidores. En conjunto, la valoración de la unificación actual de precios es más baja de lo que lo fue con respecto a los motivos iniciales, lo que puede mostrar cierta falta de desarrollo o de interés en las estrategias de unificación de precios.

Los cambios en los motivos del uso de unificación de precios en el Norte de Europa tienen que ver con el aumento de la competencia. Una de los cinco factores fundamentales para la unificación de precios es diferenciarse de los competidores, y las entidades no confiesan seguir a sus competidores en sus estrategias. Ahora se reconoce claramente que los bancos en nichos de mercado afectan a la unificación de precios en contraste con la situación existente cuando empezó a introducirse la unificación de precios. Sin embargo, la competencia de precios de los bancos en nichos de mercado todavía no se ha dejado sentir con toda su intensidad. Se ha producido también un desplazamiento desde la aceptación de comisiones por parte de los clientes, la introducción de canales de distribución y cualquier consideración respecto a los costes para centrarse en las ventas cruzadas, la fidelización de clientes, y la captación y satisfacción de clientes.

También es posible que los diferentes motivos para la unificación de precios dependan más del período de tiempo en que se introdujeron que del origen geográfico y cultural, como se suponía anteriormente. Al tener esto en cuenta, aparte de la influencia de las ventas cruzadas y de la fidelización y adquisición de clientes, que han tenido importancia durante todo este período de tiempo y para todas las entidades, la diferenciación respecto a sus competidores y la creación de la propia imagen fueron las fuerzas impulsoras subyacentes a la unificación de precios durante la década de los ochenta. Durante los noventa, el objetivo de la unificación de precios ha sido la disminución de los costes de ventas y la prestación de servicios a la clientela, así como mejorar la aceptación de comisiones por parte del cliente y su satisfacción global. Durante estos últimos años, el entorno competitivo ha hecho aumentar la

CUADRO NÚM. 4  
MOTIVOS QUE HAN LLEVADO AL USO DE LA UNIFICACIÓN DE PRECIOS

MOTIVO	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	EUROPA DEL NORTE
Ofertas similares de competidores .....	3,00 (1,67)	2,71 (1,38)	1,50 (0,84)
Diferenciarse de sus competidores .....	3,67 (0,52)	3,14 (1,57)	3,50 (1,38)
Defenderse de la competencia en precios en un determinado nicho .....	3,83 (0,98)	2,57 (1,13)	2,83 (0,98)
Disminuir costes de venta y servicio a clientes .....	2,67 (1,37)	3,71 (1,11)	2,83 (1,17)
Aumentar la aceptación de comisiones por clientes .....	3,00 (1,10)	2,86 (1,57)	2,83 (1,17)
Ventas cruzadas .....	5,00 (0,00)	3,71 (1,25)	4,33 (1,21)
Aumentar la duración de la relación con el cliente .....	4,83 (0,41)	3,43 (0,98)	4,50 (0,84)
Captar nuevos clientes .....	3,83 (0,98)	3,00 (1,15)	3,83 (0,98)
Aumentar satisfacción .....	4,33 (1,21)	3,86 (0,38)	4,50 (0,55)
Introducir nuevos canales de prestación de servicios .....	3,00 (0,63)	2,71 (1,50)	2,83 (1,83)
Crear nueva imagen .....	3,33 (1,03)	2,00 (0,82)	3,00 (1,67)
Disminuir la subsidiación cruzada .....	3,20 (0,84)	1,86 (1,86)	2,17 (0,98)

1 = insignificante; 2 = poco importante; 3 = moderadamente importante; 4 = muy importante; 5 = crucial. Las cifras en cursiva corresponde a los cinco factores más importantes. Las cifras entre paréntesis indican las desviaciones estándar.

motivación para la aplicación de unificación de precios; la diferenciación es una de las razones clave, junto con la creciente competencia en precios que plantean los bancos en nichos de mercado.

## V. DIFICULTADES Y RETOS QUE PLANTEA LA UNIFICACIÓN DE PRECIOS

Un enfoque de unificación de precios, aunque preferido por regla general a la venta individual de servicios, es probable que se encuentre con algunas dificultades en su aplicación. En el cuadro núm. 5, se muestra la evaluación que hacen las entidades de sus dificultades en lo que respecta a la unificación de precios.

En el Sur de Europa, el mayor reto para los bancos es la gestión interna del enfoque. La insatisfacción de los clientes con el enfoque de la unificación (según la evaluación de los propios bancos), así como el conocimiento por parte de los clientes de las alternativas, se presentan respectivamente como el segundo y tercer problema más importantes. Esto equivale a decir que se concibe a los clientes como demandantes bien informados acerca de las alternativas existentes, y que las entidades han de mostrar una gran sensibilidad a la respuesta del cliente cuando establezcan la unificación de precios. Por lo general, se asignaron bajas valoraciones a las dificultades, lo que a su vez conduce, en una primera aproximación, a que las entidades bancarias en el Sur de Europa no estén experimentando dificultades importantes en lo que respecta a la unificación de precios.

En Europa central, el conocimiento por parte de los clientes de las alternativas de los competidores representa, según las entidades bancarias, el problema principal en lo que respecta a la unificación de precios. Un problema que guarda relación con el creciente conoci-

miento de los clientes es que se considera que la oferta es difícilmente ajustable a las condiciones cambiantes del mercado. Si los clientes perciben unas mejores condiciones en una entidad competidora, el propio banco tendrá dificultad en hacer frente a la oferta y realizar los cambios requeridos. En tercer lugar, los bancos de Europa central estaban preocupados por valorar con respecto a sí mismos los beneficios de la estrategia.

En el Norte de Europa, las entidades bancarias mostraron signos de preocupación por su gestión interna con el enfoque de unificación de precios, así como por el conocimiento de los clientes de las alternativas disponibles, y por tanto con la creciente competencia. La medición del éxito de la estrategia se consideró como el tercer problema en orden de importancia en lo que respecta a los paquetes de precios. Las dificultades en el Norte de Europa tienen más que ver con los procesos internos de unificación de precios que con presiones externas, por lo que la situación es la opuesta respecto al Sur de Europa.

En general las evaluaciones realizadas indican que las dificultades se consideran menos importantes en el Sur de Europa y más inquietantes en el Norte, situándose Europa central en un término medio. En promedio, los modelos de unificación son más complejos en el Norte de Europa, lo que puede ser una explicación de por qué los problemas se consideran como más graves. Por otra parte, los métodos de medición en el Norte de Europa parecen ser más avanzados que en otras zonas y, por tanto, la valoración, por ejemplo, de los beneficios no debería representar una dificultad en comparación con otras zonas de Europa. Una posible explicación radicaría en las diferencias culturales (7), en la interpretación de las fortalezas, si bien no parecen existir sobrestimaciones o subestimaciones evidentes de su importancia; por ejemplo, de las ventajas competitivas.

Por lo general, las reducciones de costes como motivo para la unificación de precios o, en este caso,

CUADRO NÚM. 5  
DIFICULTADES EN LAS ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

DIFICULTADES	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Insatisfacción del cliente con la oferta .....	2,33 (1,21)	2,71 (1,38)	3,00 (1,41)
Conocimiento de las alternativas por el cliente .....	2,17 (1,03)	3,43 (1,27)	3,83 (0,75)
Inflexibilidad de ajuste .....	1,67 (0,82)	2,86 (1,35)	3,00 (1,90)
Sólo pequeños ahorros de costes .....	2,00 (0,89)	2,57 (1,13)	1,67 (0,52)
Gestión interna compleja .....	2,83 (1,37)	2,57 (0,98)	4,17 (1,33)
Dificultad en valorar beneficios .....	1,83 (0,41)	2,71 (0,76)	3,17 (1,33)
Canibalización .....	2,17 (1,17)	1,86 (0,69)	2,50 (1,22)

1 = insignificante; 2 = poco importante; 3 = moderadamente importante; 4 = muy importante; 5 = crucial. Las cifras en cursiva señalan los tres factores más importantes. Las cifras entre paréntesis muestran las desviaciones estándar.

CUADRO NÚM. 6

## VENTAJAS COMPETITIVAS DE LOS BANCOS EN ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

VENTAJA COMPETITIVA	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Ventajas en costes financieros .....	2,33 (0,82)	3,33 (1,37)	2,67 (1,51)
Ventajas en costes de explotación .....	4,00 (0,89)	3,29 (1,11)	3,50 (0,55)
Ventajas tecnológicas .....	3,83 (1,17)	3,14 (1,86)	3,00 (1,26)
Disponibilidad de servicios .....	3,33 (0,52)	2,71 (1,25)	4,00 (0,63)
Alta calidad .....	4,00 (1,55)	2,86 (0,90)	3,00 (1,10)
Buena reputación .....	3,33 (1,21)	3,86 (0,69)	3,17 (1,17)
Innovación .....	3,33 (1,51)	3,00 (1,29)	3,83 (0,75)
Gama adicional de productos .....	3,67 (1,63)	2,86 (1,46)	2,17 (1,17)
Beneficios únicos en las unificaciones .....	3,50 (1,52)	2,57 (1,62)	2,83 (1,83)
Principios de segmentación .....	4,17 (0,75)	2,29 (1,38)	4,67 (0,52)
Base de clientes .....	2,33 (1,63)	3,00 (1,53)	4,00 (0,89)
Sistemas de gestión de relaciones .....	3,50 (1,05)	2,83 (1,17)	3,83 (0,41)

1 = insignificante; 2 = poco importante; 3 = bastante importante; 4 = muy importante; 5 = crucial. Las cifras en cursiva señalan los cinco factores más importantes. Las cifras entre paréntesis corresponden a las desviaciones estándar.

los ahorros en costes que no se hayan logrado con la unificación de precios no fueron valorados como problema. También la canibalización fue considerada por todas las entidades como uno de los problemas menos importantes para las estrategias de unificación de precios.

## VI. FORTALEZAS Y VENTAJAS COMPETITIVAS COMO BASE PARA LAS ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

En el cuadro núm. 6 se presentan los resultados de la evaluación realizada por las propias entidades de sus ventajas competitivas con los enfoques de unificación de precios. En el Sur de Europa, los bancos se muestran muy satisfechos con los principios de segmentación que representa el modelo de unificación de precios. Las entidades creen también que tienen mayores ventajas en costes de explotación que sus competidores. Los bancos del Sur de Europa consideran su calidad como uno de los factores que les distinguen de los competidores. Las estrategias de unificación de precios están orientadas también a facilitar la explotación de las ventajas tecnológicas con las que cuentan las entidades, y éstas se muestran satisfechas con la gama adicional de productos que ofrecen, aparte de los que ya están incluidos en la unificación. Como muestra el cuadro núm. 2, muchas entidades ofrecen unificaciones tanto de eficiencia en costes como de ventas cruzadas.

En Europa Central, se consideró que la mayor ventaja competitiva de los bancos era una buena reputación. Las ventajas en costes financieros y operativos en comparación con los competidores fue el segundo factor más importante, conjuntamente con las ventajas

tecnológicas. La base de clientes apareció como la quinta ventaja competitiva en orden de importancia (8). En comparación con los modelos de unificación aplicados por los bancos centroeuropeos (modelo de unificación de eficiencia en costes), estos resultados están de acuerdo con la práctica.

Las entidades del Norte de Europa se apoyan en sus principios de segmentación, su base de clientes, los sistemas de gestión de las relaciones, la disponibilidad de servicios y la innovación. El modelo de unificación combinado con el modelo de eficiencia en costes concuerda con estos factores, y los bancos creen además que son innovadores en sus enfoques de unificación de precios. En el Norte de Europa, las valoraciones que hacen los bancos de sus ventajas competitivas muestran mayor consenso que las de los demás grupos, lo que se hace patente por las bajas desviaciones estándar para las respuestas entre paréntesis.

En el cuadro núm. 7 se presenta un reparto porcentual al 100 por 100 para mostrar los factores de éxito de las estrategias de unificación de precios basados en la ventaja competitiva de las entidades. No resulta sorprendente el hecho de que en muchos casos se suponga que el valor monetario del éxito proviene de las propias ventajas competitivas más importantes recogidas en el cuadro núm. 6. En los países del Sur de Europa, el ahorro en los costes de explotación, la gama adicional de productos y las ventajas tecnológicas constituyen los factores de éxito de mayor importancia. Los principios de segmentación y la alta calidad fueron evaluados en orden de importancia como los factores cuarto y quinto. El 70 por 100 de éxito es atribuido en su conjunto a estos factores.

CUADRO NÚM. 7  
ÉXITO DE LA ESTRATEGIA DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

VENTAJA COMPETITIVA	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Ventajas en costes financieros .....	1,67	17,33	7,43
Ventajas en costes de explotación .....	<i>23,33</i>	<i>10,83</i>	<i>11,00</i>
Ventajas tecnológicas .....	<i>13,00</i>	7,33	2,43
Disponibilidad de servicios .....	1,67	4,42	3,14
Alta calidad .....	<i>9,17</i>	4,08	<i>10,29</i>
Buena reputación .....	2,83	<i>23,33</i>	4,37
Innovación .....	6,67	4,17	7,14
Gama adicional de productos .....	<i>15,00</i>	7,17	7,43
Beneficios únicos en los paquetes .....	6,17	8,83	8,86
Principios de segmentación .....	<i>10,00</i>	1,67	<i>18,57</i>
Base de clientes .....	3,33	9,00	<i>13,14</i>
Sistemas de gestión de relaciones .....	7,17	1,83	0,29
<b>Total .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Las columnas totalizan un 100 por 100. Los números en cursiva señalan los cinco factores más importantes

En Europa Central, la reputación de los bancos es el factor individual de éxito más importante de las estrategias de unificación de precios. Siguen a continuación las ventajas en costes, tanto financieros como de explotación. Los beneficios únicos en la unificación y la base de clientes, son los factores que siguen en importancia. La diferencia entre este cuadro y el anterior estriba en la sustitución de los avances tecnológicos por la introducción de beneficios únicos en la unificación. Estos cinco factores representan en su conjunto el 70 por 100 del éxito de la unificación en el Sur de Europa.

En el Norte de Europa, se asignaron las mayores ponderaciones a los principios de segmentación y a la base de clientes. Las ventajas en costes de explotación y la alta calidad se consideran como el segundo, tercero y cuarto factores más importantes. Los beneficios únicos en la unificación de precios son el quinto factor más importante. En el Norte de Europa, estos cinco factores explican cerca del 60 por 100 del éxito total.

Es interesante señalar que en el mismo mercado todas las entidades parecían disfrutar de las mismas ventajas competitivas. A grandes rasgos, los bancos del Sur y del centro de Europa destacan las ventajas en costes, en tanto que los bancos del Norte se centran en economías por el lado de los ingresos. Las desviaciones típicas muestran el alto grado de dispersión de las evaluaciones de las ventajas competitivas, lo que indica que esta conclusión sólo es cierta en media. Los diferentes bancos buscan una combinación propia de esos factores. De las desviaciones estándar se deduce también que las evaluaciones de las entidades son más similares unas a otras en el Norte de Europa, lo que indica que las entidades minoristas se encuentran

más armonizadas de lo que parecen estar en otras zonas de Europa. Sin embargo, la pregunta siguiente sobre el peso de la conversión de las ventajas competitivas en éxito pone de manifiesto un cuadro distinto si se aplica a este caso la misma interpretación de la diversidad: las entidades del Sur y centro de Europa se muestran más unánimes al manifestar qué es lo que explica el éxito de las estrategias de unificación de precios, mientras que en el Norte de Europa aparecen más factores de éxito. Si los bancos tuvieran que competir en los mercados de los demás, tendrían ventajas competitivas claramente diferenciales. Naturalmente, otra cosa es si todas las ventajas son universalmente competitivas en todos los mercados. Sin duda, esto es algo más que cuestionable. Factores como, por ejemplo, la reputación o la calidad no son fáciles de trasladar de repente a otros mercados.

## VII. EFECTOS DEL ENTORNO COMPETITIVO EN LAS DECISIONES DE DESCUENTO EN PRECIOS

Una estrategia de unificación de precios implica diversas consideraciones, y una de las decisiones más importantes es la determinación del precio que debería cargarse por la unificación, o qué tipo de reducciones en precios y de qué cuantía debería ofrecerse para que la estrategia pueda tener éxito. El cuadro núm. 8 muestra los factores que evaluaron las entidades de acuerdo con la importancia que tuvieron para sus decisiones de precios (descuento de precios) en la práctica de la unificación.

Los bancos en el Sur y centro de Europa consideran como los más significantes los mismos factores económicos y de mercado para la determinación de los descuentos de precios: concentración del mercado, disponibilidad de sustitutos, tamaño del mercado, amenaza de los consumidores de pasarse a otra entidad y los niveles de conocimiento e información que tienen los consumidores. En el Norte de Europa, la evaluación es algo diferente. En los países nórdicos, la concentración del mercado o su tamaño no se valoran tan claramente como capaces de incidir en la toma de decisiones sobre descuentos de precios, si bien, por otra parte, la regulación y supervisión bancaria, así como la acción de grupos de defensa de los intereses de los consumidores (incluyendo a los medios de comunicación), son algunos de los factores a los que se asigna mayor importancia. Además, según los bancos nórdicos, la disponibilidad de sustitutos, la amenaza de que los clientes se pasen a otra entidad y la creciente conciencia del consumidor son los factores que más afectan a los descuentos en precios.

También es un hecho interesante la forma en que se supone que los factores importantes afectan a los descuentos en precios. Todas las entidades, cualquiera que sea su localización geográfica, evaluaron las presiones del cliente, mediante crecientes amenazas de pasarse a otro banco o tanteo de ofertas, para que aumentasen los descuentos en precios. En Europa central, las entidades bancarias también compartieron la opinión de que el factor «concentración de mercado» conduce a mayores descuentos en precios. Sin embargo, en los bancos del Sur y del Norte de Europa las evaluaciones difirieron en lo relativo a dicha variable. Las valoraciones variaron desde disminuir los niveles de descuento, pasando por no causar un impacto significativo, hasta aumentar los descuentos en precios.

Pudo identificarse, con todo, que el efecto de la variable de concentración del mercado se valoró de manera similar al dividir los bancos del Sur de Europa entre los países que integran este grupo. En Italia, el nivel existente de concentración del mercado da lugar a reducciones de precios, mientras que en España la competencia medida de este modo da lugar simplemente a precios más elevados. Las entidades de los mismos mercados evaluaron de distinta forma la «disponibilidad de sustitutos», no existiendo por tanto claras conclusiones sobre los movimientos en el nivel de precios. Las entidades bancarias siguen naturalmente unas a otras y, dada la creciente competencia, es probable que el nivel de precios no difiera sustancialmente demasiado entre ellas. Por otra parte, ningún factor individual por sí solo será capaz de determinar si el descuento de precios debería ser mayor o menor, dependiendo de la valoración global de los factores.

El hecho de que en el Norte de Europa a la «amenaza de los consumidores de cambiar de entidad bancaria» se le asigne una mayor importancia que en el Sur o en el centro de Europa es una posible explicación de por qué los bancos nórdicos aplican modelos de unificación de fidelización. A la variable «disponibilidad de sustitutos» se le asigna también un valor alto en aquellos países, y ésta puede ser la razón por la que estas entidades bancarias ponen énfasis en la innovación como ventaja competitiva. En Europa central, la mayor importancia se le dió a la «concentración de mercado» para las decisiones de determinación de precios, lo cual muestra un entorno cada vez más competitivo debido a la idéntica valoración que se asigna a esta variable para aumentar los descuentos en precios. Para hacer frente a la creciente competencia, los bancos confían en la buena reputación y en las mejoras de la eficiencia en costes. Sus modelos de unificación de

CUADRO NÚM. 8

**IMPACTO DEL MERCADO Y DE FACTORES ECONÓMICOS EN LA DETERMINACIÓN DE DESCUENTOS DE PRECIOS**

MERCADO Y FACTORES ECONÓMICOS	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Concentración de mercado .....	3,83 (0,75)	4,43 (0,79)	1,55 (0,55)
Barreras de entrada .....	2,50 (1,38)	1,86 (1,86)	2,33 (1,75)
Disponibilidad de sustitutos .....	3,33 (1,77)	2,86 (1,07)	4,00 (0,89)
Tamaño del mercado .....	3,33 (1,21)	2,86 (1,21)	2,17 (1,47)
Amenaza de los clientes de cambiar de entidad .....	3,67 (0,82)	3,71 (1,11)	4,17 (0,75)
Nivel de conocimiento y de información del cliente .....	3,83 (0,41)	3,57 (0,98)	3,67 (0,52)
Regulación de los servicios financieros .....	2,17 (1,47)	2,00 (1,00)	3,00 (1,90)
Fiscalidad/tratamiento fiscal .....	1,83 (1,17)	1,43 (0,79)	1,50 (0,55)
Posición en el ciclo económico .....	3,17 (1,47)	2,14 (1,07)	1,67 (0,52)
Presiones de grupos de intereses de clientes (*) .....	2,50 (1,05)	1,43 (0,53)	2,83 (1,33)

(\*) Estas presiones, sobre todo en los países nórdicos, estaban asociadas a los medios de comunicación.

1 = insignificante; 2 = poco importante; 3 = bastante importante; 4 = muy importante; 5 = crucial. Las cifras en cursiva señalan los cinco factores más importantes. Las cifras entre paréntesis muestran las desviaciones estándar.

CUADRO NÚM. 9

**MEDIDA DE LA RENTABILIDAD DE LAS ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS POR NÚMERO DE BANCOS**

<i>CÁLCULOS DE RENTABILIDAD</i>	<i>SUR DE EUROPA</i>	<i>EUROPA CENTRAL</i>	<i>NORTE DE EUROPA</i>
<i>Determinación objetiva de precios:</i>			
Producto .....	2	3	1
Relación con el cliente .....	3	4	
Segmento .....			4
<i>Horizonte temporal para cálculos de rentabilidad:</i>			
Mensualmente .....	4	4	1
Trimestralmente .....	1		1
Semestralmente .....		1	
Anualmente .....		1	2
Más de un año .....		1	1

precios también representan por lo general estos valores. En el Sur de Europa, la puntuación más alta se otorga a la variable de concentración del mercado y al conocimiento e información cada vez mayor que tienen los clientes. Los bancos del Sur de Europa experimentan una presión directa sobre los precios por parte de sus clientes que es ligeramente superior a la amenaza de cambiar de banco. Esto no resulta sorprendente, puesto que los modelos de unificación de precios que se aplican en el Sur de Europa tienen una base de descuento relativamente basada en el cliente, que desempeña un papel activo en la determinación de los precios. Dado que el orden de estas dos variables de presión de los clientes es el opuesto en los bancos del centro y Norte de Europa, puede plantearse la hipótesis de que en el Sur de Europa las relaciones con el cliente sean más estrechas, lo que podría dar lugar a una mayor fidelización de éste. De nuevo, en este caso, las diferencias en la importancia no dejan de ser menores, por lo que no pueden extraerse sólidas conclusiones.

### **VIII. MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD Y EL ÉXITO DE LAS ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS**

Parecía que las vías para medir la rentabilidad de las estrategias de unificación de precios eran tan numerosas como la propia lista de entidades bancarias. En algunos bancos, no había manera alguna de medir la rentabilidad de la estrategia de unificación de precios, pero se usó una medida indirecta a escala global para los ingresos por comisiones, márgenes de tipos de interés, número de clientes, etc. En algunas entidades, se midió la rentabilidad sobre una amplia base, excluyendo los costes de diferentes transaccio-

nes y operaciones debidos al uso de sistemas poco avanzados de contabilidad interna de costes. Algunos otros bancos, a su vez, midieron la rentabilidad en términos netos. En estos casos, algunos bancos utilizaron una estimación de los llamados costes incrementales que se derivan directamente de la utilización que hacen los clientes de los servicios, mientras que otros bancos utilizaban cifras de costes totales para los cálculos de su rentabilidad. En análisis más avanzados de la rentabilidad, los bancos tenían que dar cuenta de diferentes costes de oportunidad si el cliente fuera a cambiar de banco o en qué medida el cliente iba a aumentar el gasto basado en la estrategia de unificación de precios en comparación con una situación de ausencia de unificación de precios. Estos últimos tipos de escenarios de análisis involucraban una perspectiva de largo plazo en la medición de la rentabilidad, mientras que el seguimiento normal de la estrategia de unificación de precios se realizaba sobre una base mensual o anual. Mayoritariamente, los objetivos de las entidades se centraban en evaluar la rentabilidad sobre un nivel de relación con el cliente, alternativamente en un nivel de segmento, pero todavía un 35 por 100 de las entidades se limitaban a medir la rentabilidad del producto, la rentabilidad de la sucursal o la de la entidad en general. El cuadro núm. 9 ofrece un resumen de algunos detalles de las mediciones de rentabilidad de las estrategias de unificación de precios aplicadas según el número de bancos en las diferentes partes de Europa.

En el cuadro núm. 10 se presenta una lista de diversas medidas que podrían utilizarse para respaldar la valoración de una estrategia de unificación de precios.

Las medidas segunda, tercera y cuarta revisten particular importancia en el contexto de unificación de precios, puesto que están directamente relacionadas con

los flujos de ingresos generados por el cliente que están destinados a afectar la estrategia de unificación de precios. Por supuesto, el primer factor, que es la cuota de mercado, también es importante. Sin embargo, se refiere más a la entidad como un todo que al enfoque de unificación de precios, por lo que la rentabilidad del modelo de unificación no se considera directamente. Las entidades, por lo general, no parecen estar muy preocupadas o en estado de alerta por medir los efectos en costes causados por las estrategias de unificación de precios, lo que es sorprendente, puesto que esto es lo que se esperaría de las ventajas competitivas y sus conversiones monetarias en los cuadros números 6 y 7. Las entidades se mostraron también renuentes a especificar cómo medían estos factores o qué evidencias podían aportar en favor de su estrategia de paquetes de precios. No obstante, una entidad dio información referente al éxito de su estrategia mostrando un aumento de la tasa de fidelización de clientes de un 10 por 100 y un aumento en la penetración del producto de entre 3 y 5 por 100 en términos medios en relación con el cliente. Otra entidad señaló un aumento del 3 por 100 de la cuota de mercado en un segmento específico de producto después de la introducción de la unificación de precios. Pudieron también presentar un aumento de fidelización de clientes de un 30 por 100 respecto a cifras anteriores.

## IX. ANÁLISIS DE LOS MODELOS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS

La unificación de precios responde a diversos objetivos que las entidades bancarias persiguen simultáneamente. El análisis de este apartado se realiza una vez estudiados los objetivos estratégicos más importantes y después de relacionarlos con los diferentes modelos de unificación de precios. Los objetivos de mayor relevancia para la unificación de precios, de acuerdo con

los cuadros núms. 3 y 4, son: 1) ventas cruzadas de nuevos servicios; 2) fidelización de la clientela actual; 3) captación de nuevos clientes, y 4) aumento en el grado de satisfacción del cliente. Los tipos de modelos de unificación de precios se recogen en los cuadros números 1 y 2. El cuadro núm. 11 ofrece una visión *generalizada* de la capacidad de los modelos para alcanzar los objetivos establecidos. Existen variaciones individuales en unificación de precios específicos dentro de las tres clases ya citadas de unificación, que pueden hacer que sean más o menos satisfactorios respecto a los objetivos sugeridos en el cuadro núm. 11.

La *unificación de eficiencia en costes*, concentrada en la cuenta corriente y en los servicios de pago, es posible que no sea muy eficaz para la captación de clientes. Casi todas las entidades ofrecen los mismos servicios en términos de tecnología y canales de prestación de servicios en los mismos mercados bancarios minoristas, y ésta es la razón por la que es posible que esta clase de unificación no tengan por resultado una oferta que atraiga a nuevos clientes. Las ventas cruzadas mediante esta unificación de precios sólo se producen indirectamente, puesto que no se le ofrecen al cliente incentivos para mejorar la relación. Esta misma conclusión puede ser válida para cualquier efecto que mejore la fidelización de clientes. Sin embargo, la fidelización de clientes puede mejorar mediante vínculos estructurales que se crean a través del sistema de prestación del servicio. Este tipo de unificación de precios representa una vía para aumentar la satisfacción del cliente, ya que se le ofrecen los modernos servicios bancarios y los nuevos canales de prestación preferidos por clientes cada vez más sofisticados, cuando al mismo tiempo pueden reducirse los costes de las entidades.

La unificación de tipo 2, *unificación de ventas cruzadas*, como su nombre indica, parece ser el enfoque

CUADRO NÚM. 10  
NÚMERO DE BANCOS QUE SIGUEN ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS UTILIZANDO DIFERENTES MEDIDAS

MEDICIÓN	SUR DE EUROPA	EUROPA CENTRAL	NORTE DE EUROPA
Cuota de mercado .....	3	6	6
Cuota de la cartera de negocios de clientes .....	3	5	4
Tasa de fidelización de clientes .....	4	5	4
Coefficiente de ventas cruzadas .....	4	3	4
Rentabilidad de la relación con el cliente .....	2	3	4
Satisfacción del cliente .....	3	5	6
Base de clientes .....	3	5	6
Eficiencia publicitaria .....	2	3	4
Costes de venta .....	—	2	—
Costes de servicios .....	1	3	6
Coste de captación de clientes .....	1	2	2

CUADRO NÚM. 11

EVALUACIÓN DE LOS MODELOS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS SEGÚN EL CUMPLIMIENTO POTENCIAL DEL OBJETIVO

OBJETIVO	UNIFICACIÓN DE EFICIENCIA EN COSTES	UNIFICACIÓN DE VENTAS CRUZADAS	UNIFICACIÓN DE FIDELIZACIÓN
Captación de clientes	Depende de la homogeneidad de la oferta	Efecto directo mediante una oferta atractiva	Efecto indirecto si la unificación sólo premia el comportamiento actual
Ventas cruzadas	Efecto indirecto	Efecto directo mediante una oferta específica (unificación préstamo/ahorros) Efecto indirecto mediante oferta + servicios no bancarios	Indirecto si la unificación sólo premia el comportamiento actual (concepto de cliente) Indirecto o directo dependiendo de los objetivos de premios (volumen y modelos de producto)
Fidelización de clientes	Efecto indirecto; vínculos estructurales a través de los sistemas de prestación de servicios	Efecto indirecto mediante mayor penetración del producto	Efecto directo mediante premios por comportamiento actual
Satisfacción de clientes	Efecto directo a través de la mejora en la prestación de servicios	Efecto directo mediante una oferta atractiva y/o incentivos no bancarios	Efecto directo a través de premios por comportamiento actual Estatus del segmento de clientes

más concreto para aumentar las ventas cruzadas mediante unificación de precios. Ello se debe a que la unificación de precios obliga al cliente a realizar gastos adicionales para poder obtener el beneficio de la reducción de precios. Otra característica favorable para las entidades en la unificación de ventas cruzadas es el efecto de orientar específicamente la demanda hacia el objetivo deseado. Esta dirección de la demanda es más eficaz si la oferta se mantiene en términos específicos y fáciles de captar por el cliente. La unificación de ventas cruzadas, de las entidades del Sur de Europa parecieron operar de manera satisfactoria respecto a las ventas cruzadas, y en ciertos casos se encontraron también indicadores de una mayor fidelización de clientes. Se supone en estos modelos que la fidelización de clientes se logra mediante una mayor penetración de los productos. Sin embargo, la permanencia del cliente en la entidad no se ve directamente afectada por el modelo de unificación de precios, sino que depende de otros factores. La unificación de ventas cruzadas puede implicar ofertas atractivas para los que no son clientes, y resultar por ello eficaz en la captación de nuevos clientes. La satisfacción del cliente debería en principio también verse afectada positivamente por operaciones de ventas cruzadas. El Banco Ambrosiano Veneto aplicó un modelo interesante combinando un atractivo producto no bancario (teléfono móvil y ordenador) con la cuenta corriente. Sumas de este tipo a esta "unificación de eficiencia en costes" que el producto bancario representaba han hecho aumentar notablemente el interés por el banco, y dado que a la estrategia le siguen las actualizaciones y sustituciones en el futuro, opera también directamente con el objetivo de fidelizar a los clientes. En estos casos se da por supuesto que las ventas cruzadas de otros productos bancarios básicos seguirán su vía.

El enfoque de *unificación de fidelización*, obviamente, no está orientado a fines únicamente de captación de clientes. Sin embargo, si la unificación se comercializa de manera apropiada y se ha dado a conocer, puede ser indirectamente atractiva para nuevos clientes que pudieran querer convertirse en «clientes actuales» debido a la unificación. De igual modo, la unificación de fidelización puede ejercer un efecto indirecto para fines de ventas cruzadas si lleva a clientes actuales a modular su relación hasta un cierto nivel especificado previamente, con el fin de conseguir beneficios en precios. De este modo, el incentivo de los precios en los modelos de unificación de fidelización es en gran parte retrospectivo, y la entidad sólo propone algunos incentivos para dar un nuevo impulso a las relaciones con el cliente. Por otra parte, se supone que la fidelización de clientes puede estimularse mediante premios en reducción de precios en función de su comportamiento. La unificación de fidelización, especialmente en los países nórdicos, también se acompaña de unificación de servicios diarios, que es un factor que contribuye a aumentar la satisfacción del cliente (más allá de la necesidad básica de dichos servicios) y, como se explicó anteriormente, constituye también otra vía para crear un vínculo estructural que una más estrechamente al cliente con la entidad. Además, el «concepto del cliente» apunta con precisión a la condición de «cliente preferente», y ello puede ser un factor añadido capaz de aumentar la satisfacción del cliente.

Otro tipo de modelo de fidelidad, aplicado por Halifax, fue una red de productos en que la oferta se construyó básicamente en torno a cuatro productos principales, con vistas a realizar con ellos ventas cruzadas con clientes actuales o atraer a nuevos clientes. Dado

que la estructura de descuentos forma una red entre los productos, muestra a los clientes los beneficios de concentrar su negocio en Halifax, y de este modo debería afectar a la fidelidad del cliente. La satisfacción del cliente no se ve aumentada por un específico «buen concepto del cliente», sino que se logra a través de beneficios concretos y perfectamente comprensibles que pueden ser comparados directamente con los que ofrecen los competidores. La red de unificación de productos de Halifax combina, por tanto, los cuatro objetivos de la unificación de precios de una manera relativamente sencilla. Lamentablemente, no es posible realizar una valoración más exacta de la rentabilidad de ésta o de otras estrategias, y esto es, en último término, lo que realmente importa en la evaluación del éxito de una estrategia.

## X. CONCLUSIONES

Como conclusión, si las entidades han de alcanzar todos los objetivos deseados mediante unificación de precios —ventas cruzadas, captación de clientes, fidelización y satisfacción de éstos y muchos otros objetivos antes identificados—, los modelos hasta aquí analizados presentan ventajas e inconvenientes. Como es natural, debería analizarse individualmente cada modelo para poder llegar a conclusiones más sólidas sobre su correspondencia con su construcción y sus objetivos, lo que es posible al dividirlos en tan sólo tres categorías, como se hizo en los cuadros núms. 2 y 11. En cualquier caso, pueden obtenerse algunas conclusiones generales. La unificación de eficiencia en costes parece ofrecer menos ventajas para el manejo de la demanda en un entorno de creciente competencia. En los modelos de unificación de ventas cruzadas, por otra parte, se carece de incentivos directos para atraer al cliente, por lo que no se estimula tampoco su fidelización. Si la entidad aplica la unificación de fidelización, se dejan de lado los incentivos directos para un ulterior desarrollo de la relación. Por otra parte, si los incentivos de precios en los modelos de unificación de fidelización solamente premian el comportamiento pasado, no se ofrecen muchos incentivos para que la relación tenga continuidad en el futuro. Una posibilidad de mejorar el objetivo de fidelizar al cliente a través de la unificación de precios sería ofrecer incentivos de precios vinculados con el tiempo para brindar a los clientes un «incentivo» que los alentara a seguir vinculados a la entidad en el futuro.

La clasificación de los modelos de unificación de precios pone de manifiesto que otros dos problemas adicionales requieren particular atención al evaluar las estrategias de unificación de precios, y éstos son la segmentación y la gestión de la relación con el cliente

a lo largo del tiempo. Si las entidades bancarias, como lo hacen actualmente, tratan de lograr todos los objetivos con tan sólo un par de unificaciones de precios, corren el riesgo de que el objetivo sólo pueda realizarse parcialmente. Es muy probable que las entidades tengan que aplicar simultáneamente otras unificaciones y fijarlas como objetivo para diferentes segmentos. Si bien la atención en el presente artículo ha estado centrada en los modelos específicos de unificación de precios, un aspecto adicional necesario para la aplicación de tal unificación sería determinar también el grupo-objetivo de clientes. Algunas entidades ofrecen dos tipos de unificación de eficiencia en costes: unificación *on-line* y unificación ordinaria en base a la cuenta corriente, o unificación de eficiencia en costes y de fidelización. Otras entidades comenzaron tal vez más claramente partiendo de grupos de clientes, y habían fijado objetivos para sus modelos de unificación; por ejemplo, para estudiantes o para clientes adinerados.

El segundo aspecto para poder mejorar la práctica actual de la unificación de precios se refiere a la creciente orientación estratégica en los enfoques de unificación, que tomaría en cuenta la duración total de la relación con el cliente. Las entidades bancarias deberían interesarse en maximizar la rentabilidad de la relación con el cliente, lo que demanda, a su vez, una relación a largo plazo. Las entidades encuestadas manifestaron que no tenían previstos períodos de tiempo específicos al planear sus estrategias, pero que las revisaban cada año. Por consiguiente, si bien la segmentación actual es susceptible de mejora para poder tener en cuenta la heterogeneidad de la demanda, se ha propuesto también que la unificación de precios debería ampliarse para considerar mejor la relación con el cliente. Por ejemplo, si se utiliza un tipo específico de unificación de precios para atraer clientes, debería contarse con una segunda unificación para que el nuevo cliente pasase a una nueva fase de la relación por medio de una unificación de ventas cruzadas o de fidelización, y así sucesivamente. Por consiguiente, una mejora en la práctica actual de unificación de precios podría ser el centrarse más en la gestión de la relación con el cliente y aplicar en la estrategia una nueva perspectiva temporal. A la perspectiva estratégica a largo plazo de unificación de precios desde el punto de vista del modelo, corresponde que el enfoque de unificación de precios se mantenga flexible para permitir que el precio y el contenido de la unificación varíen sobre la base de la autoselección por parte del cliente de diferentes servicios de *manera prefijada*. Las causas de este último efecto radican en el hecho de que sería deseable que las entidades estandarizaran la gestión de una gran base de clientes. No obstante, la necesidad de unificación debe tener en cuenta las diferencias individuales. El reto está en mantener la estra-

tegia simple y eficiente en costes al mismo tiempo, ya que es probable que una mayor segmentación y una perspectiva a largo plazo requieran importantes inversiones a través del proceso de planificación inicial y de investigación continua de mercados.

Se observó, a través de las encuestas, que las entidades por lo general parecen sentir la necesidad de mejorar el cálculo de la rentabilidad de las estrategias de unificación de precios. Sólo en unos pocos casos las entidades parecieron estar convencidos de haber sido capaces de medirla satisfactoriamente. Sin embargo, en lo relativo a las dificultades con la unificación de precios (cuadro núm. 5), la valoración de los beneficios no se consideró como un asunto demasiado problemático. Fue también sorprendente que la canibalización con la línea actual de productos fuera uno de los problemas menores en las estrategias aplicadas de unificación de precios. Podría darse el caso de que no se hubiera medido en absoluto. Dado que la fuga del cliente a otra entidad representa una importante amenaza para todas las instituciones bancarias, fue significativo que el coste de perder un cliente o el coste de fidelizar a un cliente no se midiera mejor, si es que se midió, para mostrar los beneficios de la fidelización del cliente y/o de la estrategia de unificación de precios. Otra diferencia con las valoraciones de la rentabilidad se refirieron al objetivo de la determinación de precios, que era en muchos casos el cliente o el segmento, mientras que la rentabilidad se midió con mucha mayor frecuencia con una perspectiva de menos de un año. Tan sólo dos de las entidades encuestadas la midieron a más largo plazo. Este tipo de problemas de medición da lugar a una aplicación probablemente ineficiente de la unificación de precios.

Todas las entidades afirmaron que seguirían aplicando unificación de precios en el futuro, o que pondrían particular interés en introducir mejoras, y en algunos casos se contaba con planes para efectuar cambios radicales en los enfoques actuales con el fin de satisfacer mejor las necesidades de individualidad y de flexibilidad del cliente. Algunas entidades señalaron también incentivos de precios que se limitarían a un determinado período de tiempo con el fin de aumentar las ventas cruzadas. Sería interesante observar la respuesta del cliente a estas ofertas a corto plazo en sus relaciones con la entidad a largo plazo. Muchos servicios bancarios no se adquieren por consideraciones a corto plazo, tales como los descuentos de precios; si el objetivo es aumentar las ventas cruzadas o la fidelización, no son necesarios, puesto que el cliente adquiriría de todos modos el servicio y no se lograría ningún aumento real de la demanda. La respuesta del cliente a esto, claro está, es imposible de adivinar, aunque dichas ofertas tal vez no mejorarían la fidelidad, sino

que simplemente animarían al cliente a averiguar si otros bancos ofrecen más ventajas. La solución podría estar en dirigir las ofertas a un determinado grupo de (los propios) clientes.

Los modelos de unificación de precios que existirán en el futuro deberían basarse, en primer lugar y sobre todo, en las necesidades del cliente, más que en lo que las entidades piensan que a los clientes les gustaría obtener. Los objetivos principales de la unificación de precios apuntan ya a lo siguiente: ventas cruzadas, fidelización de clientes, captación de clientes y satisfacción del cliente. Todos estos objetivos tienen su origen en consideraciones en torno al cliente. Muchas entidades sostuvieron que estaban planificando sus estrategias de unificación de precios desde el punto de vista del cliente y que utilizaban extracción de datos, etc., y técnicas avanzadas de manejo de información para una mejor utilización de sus bases de datos de clientes. Sin embargo, la planificación del marketing parece estar todavía en su estado inicial desde el punto de vista de la entidad, así como lo que se podría vender a los clientes tomando como base lo que todavía no obtienen.

Parece existir perspectivas de un desarrollo futuro de las estrategias de unificación de precios y un amplio espacio para la innovaciones en la construcción de modelos de unificación de precios. Este estudio ha proporcionado ejemplos de diversos modelos de unificación de precios que difieren según las áreas geográficas y entre las entidades. Como primer paso, esta colección de modelos puede ofrecer alguna inspiración a las entidades localizados en otras áreas. El siguiente paso sería desarrollar principios generales para la unificación estratégica de precios con la finalidad de hacer frente a la creciente competencia que las entidades van a encontrar en el futuro. Así es como podrá continuar el trabajo realizado hasta ahora.

## NOTAS

(\*) Quiero agradecer al Institute of European Finance (IEF), y en particular al Profesor E. P. M. Gardener, su gran ayuda, inspiración y apoyo en la planificación del proyecto de investigación. El profesor Gardener me ayudó a establecer los contactos con las entidades bancarias apropiadas en el Reino Unido y en otros países. Quiero agradecer también al Dr. Yener Altunbas y a Jonathan Williams sus comentarios sobre el trabajo. El profesor Santiago Carbó me ayudó a establecer contacto con las entidades bancarias españolas. En Italia, el Dr. Giuliani (Formazione) y Schwizer, Vittoria Boschia y Tom Lucassen me ayudaron a concertar las citas con las entidades italianas. Frank Steffen me prestó su ayuda en Alemania.

Quiero agradecer también al Instituto Sueco, al Stiftelsen Ekonomisk forskning i Västsverige y a la Universidad de Göteborg la financiación de este proyecto.

Por último, pero no por ello menos importante, mi agradecimiento al profesor Göran Bergendahl, al profesor Ted Lindblom y a la Dra. Lena Larson-Mossberg por sus valiosos comentarios en las versiones preliminares de este artículo.

(1) Véase de forma más detallada en la nota (\*) nuestro agradecimiento a las personas participantes.

(2) Puede conseguirse este cuestionario solicitándolo a su autor.

(3) Los datos obtenidos lo fueron en datos nominales, lo que implica que no deberían realizarse operaciones aritméticas, puesto que no puede valorarse la diferencia entre las cifras. Una manera más apropiada de examinar los datos hubiera sido investigar el número de respuestas y su mediana. Sin embargo, lo más común en la disciplina de marketing es asumir que la diferencia entre 1 = insignificante y 2 = ligeramente significativo es lo mismo que la diferencia entre 2 = ligeramente significativo y 3 = moderadamente significativo, etc. Lo mismo se supone en este trabajo, y de ahí las medias y las desviaciones típicas.

(4) En el anexo se presentan con más detalle las entidades encuestadas y su unificación de precios.

(5) El *Premier* del HSBC en la unificación descrita en el anexo sería un ejemplo de unificación de fidelización, omitida debido a que la encuesta se refirió solamente a la estrategia de unificación de estudiantes.

(6) Las respuestas de Handelsbanken se excluyen a menudo de los cuadros de resultados debido a que la unificación de precios no fue más que un factor de escasa importancia en su estrategia global, y resultó imposible evaluar algunas respuestas de los encuestados.

(7) El sol brilla más en el Sur...

(8) Fue señalada por las entidades con mayor frecuencia que la «innovación»; no obstante, mostró igual puntuación en importancia.

#### BIBLIOGRAFÍA

CRUICKSHANK, D. (2000), *Competition in UK Banking*, The Stationary Office.

EPPEL, G. D.; HANSON, W. A., y MARTIN, R. K. (1991), «Bundling - new products, new markets, low risk», *Sloan Management Review*, págs. 7-14.

GUILTINAN, J. (1987), «The price bundling of services», *Journal of Marketing*, 51, págs. 74-85.

HUNT, S. D., y MORGAN, R. M. (1995), «The comparative advantage theory of competition», *Journal of Marketing*, volumen 59, abril 1-15.

PORTER, M. (1985), *Competitive Advantage: creating and sustaining superior performance*, Nueva York, Free Press.

#### *Informes anuales 1999 y encuestas*

La Caixa

Banco Pastor

Banca di Roma

Banco Ambrosiano Veneto (a través de Banca Intesa)

San Paolo IMI SPA

Deutsche Bank 24

Hypo Vereinsbank

Commerzbank

Dresdner Bank

Royal Bank of Scotland

HSBC

Halifax

Leonia

Osuuspankki

MeritaNordbanken, Finlandia

FöreningsSparbanken

Handelsbanken

MeritaNordbanken, Suecia

## ANEXO 1

### Presentación de los bancos entrevistados y sus estrategias de empaquetamiento de precios

El cuadro A.1 presenta algunas cifras clave de las entidades participantes en el estudio. El principal propósito del cuadro es dar una idea de la dimensión de las entidades por medio de diferentes medidas. Tal vez la medida más relevante en este informe es el número de clientes de la banca minorista (1), puesto que las demás cifras se refieren a la entidad en su conjunto y a todas sus actividades, y no son específicas de la banca minorista. Según el cuadro, Halifax es el banco minorista mayor, con 13 millones de clientes. El otro banco del Reino Unido, HSBC, es el segundo en tamaño. También La Caixa en España y Deutsche Bank en Alemania cuentan con más de 6 millones de clientes.

CUADRO NÚM. A.1  
ALGUNOS DETALLES SOBRE LOS BANCOS ENTREVISTADOS

NOMBRE DEL BANCO	ACTIVO TOTAL (MILL. EUROS)	BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN (MILL. EUROS)	ROE (PORCENTAJE)	EFICIENCIA OPERATIVA (PORCENTAJE)	NÚM. DE CLIENTES MINORISTAS (MILLONES)	NÚMERO DE SUCURSALES	NÚMERO DE EMPLEADOS
La Caixa .....	74.217	1.071	17,7	62,5	7,0	4.004	17.273
Banco Pastor .....	7.827	86	12,5	—	0,65	438	3.004
Banca di Roma .....	89.636	176	4,65	—	2,0	1.181	18.307
Banco Ambrosiano .....	26.416	231	—	—	1,6	—	—
Veneto .....							
San Paolo IMI SPA .....	139.887	1.985	14,0	56,6	2,9	1.355	24.133
Deutsche Bank .....	839.835	2.571	20,8	75,6	6,8	2.374	93.232
			(antes de impuestos)				
HypoVereinsbank .....	503.255	371	3,0	61,6	3,0	1.417	46.170
Commerzbank .....	372.040	1.371	9,3	68,5	2,8	1.064	34.870
Dredsnr Bank .....	396.846	2.130	9,8	66,2	5,9	1.459	42.294
Royal Bank of Scotland .....	142.632	1.944	32,0	51,9	2,0	933	18.160 (*)
HSBC .....	913.523	7.350	17,5	54,0	8,6	—	—
Halifax .....	260.179	2.594	18,0	42,4	13,0	—	37.000
Leonia .....	28.229	156	5,6	69,9	1,3	120	4.599
Osuuspankki .....	26.024	450	26,7	58,8	2,1	717	8.337
MeritaNordbanken .....	103.977	1.386	20,9	56,0	6,5	700	18.032
Finlandia y Suecia .....							
FöreningsSparbanken .....	93.903	727	15,7	66,7	4,2	818	12.791
Handelsbanken .....	75.628	969	18,4	49,5	1,3	465	8.520

(\*) Número de empleados al 30 de septiembre-Banco del RU.

### Modelos de unificación de precios entidad por entidad

#### La Caixa

El modelo de unificación de precios que aplica La Caixa es más bien un esquema de segmentación interna que una oferta específica de marketing para el cliente. El director de sucursal busca clientes que tengan cinco o más relaciones con el banco (*vinculados*) o aquellos cuyo tamaño de relación supere las 500.000 pesetas (*consolidados*). La técnica de extracción de datos ayuda a identificar los servicios que serían más apropiados para ventas cruzadas a los segmentos. El director de sucursal, a continuación, decide activamente los precios a cobrar a los clientes basándose en negociaciones individuales con ellos. En último término, el precio depende de una medición de la contribución total de la relación con el cliente. Las normas de determinación de precios son generales en diversos aspectos, pero se mantiene la flexibilidad en las sucursales hasta que finalmente se establece el precio individualmente con el cliente.

#### Banco Pastor

El Banco Pastor trabaja con dos tipos de unificación de precios. La primera unificación recibe el nombre de *domiciliación de nóminas*. La unificación consta de una cuenta corriente y los otros servicios que están opcionalmente ligados a ella: tarjetas de crédito y de débito, operaciones de pago, préstamos personales, hipotecas y productos de seguros de vida. La unificación está relacionada en primer lugar con la cuenta corriente y con diversos servicios de pago, pero ofrece también al cliente fuertes incentivos para que aumente su demanda de préstamos: un tipo de interés aproximadamente un 1 por 100 más bajo en hipotecas y créditos personales. Además, se entrega gratuitamente una tarjeta de débito a este tipo de clientes. La unificación se centra en el aumento de la demanda de préstamos hipotecarios, que se considera que tiene un valor estratégico añadido, por la oportunidad de aumentar las ventas cruzadas y la fidelidad del cliente.

La segunda unificación recibe el nombre de *unificación de internet y teléfono* (2), en cuanto se aplica a clientes que conciben en hacer uso exclusivo de internet o del teléfono para realizar sus transacciones y contactos con el banco. Se ofrece a estos clientes cheques, servicios de pago, depósitos a plazo, préstamos hipotecarios y servicios de corretaje *on-line* a precios especiales inferiores a los de servicios similares en las sucursales bancarias.

#### *Banca di Roma*

La unificación de precios de la Banca di Roma se conciben como marcos flexibles que tienen el carácter de meras directrices para la segmentación, más que de ofertas estructuradas de unificación de precios. Éstos, o los segmentos, se especifican a continuación, figurando entre paréntesis los servicios que se cree, en primer lugar, que son de interés para estos grupos.

- *Cuenta elemental* (cuenta corriente, tarjeta de crédito, cheques, fondos mutualistas, servicio telefónico automático)
- *Estudiantes* (cuenta corriente, tarjeta de crédito/débito, cheques, seguro de pensión, seguro de vida, préstamos personales, banca por teléfono [automática y personal], banca por internet)
- *Sesenta años de edad o más* (cuenta corriente, tarjeta de débito, cheques, cuenta de ahorros, fondos de inversión, servicios de tesorería, seguro de pensión y seguro de vida)
- *Profesionales* (cuenta corriente, tarjetas de débito y crédito, cheques, cuenta de ahorros, fondos de inversión, seguro de pensión, seguro de vida, créditos personales, préstamos hipotecarios y todos los canales de prestación de servicios)

Los descuentos de precios concedidos a los clientes en estas unificaciones varían considerablemente dependiendo del poder de negociación del cliente. Los clientes de la *cuenta elemental* se dividen en tres grupos dependiendo del tamaño de su relación: Cuentas de ahorro hasta 3 millones de liras/3-20 millones de liras/más de 20 millones de liras y montantes de préstamos hasta 50 millones de liras/más de 50 millones de liras. Estos límites determinan el nivel de descuentos en los precios, que varían entre el 10 por 100 y el 60 por 100 de la comisión por cuenta corriente y de la comisión por tarjeta de crédito. Para determinados clientes, el descuento puede llegar a veces hasta un 100 por 100 en las comisiones por cheques y tarjetas de crédito. Sin embargo, el precio finalmente pagado depende más de la negociación que de una aplicación automática de las listas de precios.

#### *Banco Ambrosiano Veneto*

La unificación de precios que se aplica tiene tres variantes:

- *Passworld*
- *Conto Ascolto*
- *Tutinrette 3xWEB*

*Passworld* es una unificación para jóvenes de 18 a 26 años. Cuando un joven abre una cuenta corriente, no se le carga ninguna comisión por ello. La tarjeta de débito es también gratuita, así como el servicio de banca por teléfono y la banca por internet. Se concede otra tarjeta adicional apta para alquiler de vehículos, cines, determinados restaurantes, etc. El objetivo de la unificación es el de atraer a nuevos clientes y obtener beneficios futuros fidelizando el grupo.

*Conto Ascolto* es una unificación que combina la cuenta corriente con determinados servicios (como la tarjeta de débito y pagos automáticos, banca por teléfono, banca por internet) con un teléfono móvil. Esta unificación ofrece descuentos de precios para préstamos hipotecarios. *Conto Ascolto* es la primera unificación de precios en la historia italiana que combina un producto bancario con un producto no bancario. Una cuenta corriente ordinaria que incluye el servicio de pagos básicos y tarjeta de débito le cuesta al cliente 19.000 liras mensuales, pero con el teléfono móvil incluido en la unificación el precio es de 29.000 liras mensuales durante dos años. La idea es que el cliente, al término de los dos años, renueve el teléfono móvil y siga pagando las 29.000 liras mensuales por la unificación. Esta unificación está diseñada, por consiguiente, lo mismo para nuevos que para antiguos clientes.

La tercera unificación que aplica el Banco Ambrosiano Veneto es *Tutinrette 3xWEB*, en la que la cuenta corriente se combina con un ordenador. Dentro de este nombre de marca caben tres posibles unificaciones:

- Un cliente de *Passworld Web* paga 7.900 liras mensuales por la cuenta más un plazo mensual por el ordenador elegido (3).
- Un cliente de *3 for Web* normal paga 9.900 liras mensuales por la cuenta y algunas comisiones de transacciones más una cuota mensual por el ordenador elegido.

- Para el *3 for Web all included* (4), la comisión por la cuenta es de 24.500 liras mensuales, que incluyen las comisiones de operaciones más una cuota mensual por el ordenador elegido.

La idea subyacente a esta unificación de precios es que se espera que los clientes renueven el ordenador después de un período de *leasing* de 30 meses y que queden vinculados más estrechamente con el banco que en el caso de una unificación de cuenta corriente. Los clientes pueden también comprar el ordenador por el importe residual al término del período de 30 meses. Se incluye en la unificación un contrato de servicio del ordenador para solucionar los problemas técnicos del cliente. Se anima a los clientes que ya tengan el *Conto Ascolto* a comprar también el *Tutinrette*, si bien, en este caso, tendrán dos cuentas corrientes.

#### San Paolo IMI SPA

San Paolo IMI SPA ofrece una unificación de cuenta corriente, *Multibenefit*, con tres niveles de servicio diferentes (*Plus*, *Classic* y *Standard*) para sus clientes preferenciales. Básicamente, la unificación incluye una cuenta corriente, tarjetas de crédito y débito, cheques y servicios de pago. La unificación está también asociada con fondos de inversión y servicios de tesorería para facilitar la demanda de estos servicios, y de hecho la unificación pierde todo su interés si el cliente no hace uso de los productos de inversión y de los servicios.

Mediante esta unificación, se entrega al cliente una presentación de productos en la que puede elegir las características deseadas para la unificación *Multibenefit*: cantidad de transacciones incluidos en el precio mensual, tipo de tarjeta de crédito/débito, diferentes tipos de inversiones y alternativas de información, inclusión de una caja de seguridad y banca por teléfono. La comisión mensual por la cuenta en *Multibenefit Plus* es de 20.000 liras. La comisión de conjunto de servicios es de 10.000 liras por *Multibenefit Classic* y de 5.000 liras por *Multibenefit Standard*. *Multibenefit Plus* incluye todos los servicios libres de cargas excepto los de la caja de seguridad, que tiene un descuento del 50 por 100. La diferencia entre las unificaciones *Classic* y *Standard* radica en la cuantía de las transacciones permitidas por año: 100 para *Classic* y 50 para *Standard*. En estas unificaciones no se incluye la caja de seguridad. Por otra parte, la información sobre inversiones y estados de la cuenta es idéntica para todas unificaciones. El objetivo principal es estimular la venta de productos de inversión y de tarjetas de crédito mediante una información atractiva de la cuenta y asesoría financiera.

#### Deutsche Bank 24

Este banco ofrece dos unificaciones de precios de cuentas corrientes: *Service-Konto 24* y *Online-Konto 24*. Como los nombres indican, la principal diferencia entre estas unificaciones es la manera en que se dirige al cliente para que se ponga en contacto con el banco y realice sus transacciones. *Service-Konto 24* incluye una cuenta corriente, una tarjeta de débito, cheques, servicios de pago, información médica e información general sobre viajes al extranjero y permite al cliente ponerse en contacto con el banco a través de todos los canales: sucursales, teléfono, internet y los llamados «Terminales Kunden». *Service-Konto 24* tiene un costo de 11 DM por mes.

*Online-Konto 24* está dirigido, a su vez, a clientes que utilicen únicamente el teléfono o internet para sus transacciones. Si éstas se realizan en oficinas bancarias, se cargan individualmente. *Online-Konto 24* se asienta sobre una cuenta corriente e incluye una tarjeta de débito y cheques. El descubierto puede combinarse con la cuenta corriente para un tipo de interés preferente. La comisión por *Online-Konto 24* es de 6 DM por mes.

#### HypoVereinsbank

La unificación de precios que HypoVereinsbank aplica es una unificación de cuenta corriente, llamado *3D-Konto*. Todas las reservas, tarjetas de débito, cheques, banca telefónica y banca por internet se incluyen en una comisión mensual de 8,40 DM, que se adeuda trimestralmente. Hay, sin embargo, dos maneras para disminuir la comisión del conjunto de productos bancarios. La primera vía es mantener un saldo trimestral de 2.500 DM en la cuenta, y si el cliente cumple este requisito no se carga la comisión. La segunda manera de disminuir el precio es mediante un sistema de bonos que estimula a los clientes a utilizar la banca por teléfono o por internet en sus transacciones. Por cada operación automática o en línea, el cliente recibe 50 pfennings. El cliente puede cobrar este bono por un máximo de 18 transacciones por trimestre, lo que rinde 9 DM. Por tanto, el precio mensual efectivo será de 5,40 DM por el conjunto. Estos dos sistemas de precios también pueden combinarse de manera que el cliente que mantenga un saldo trimestral de por lo menos 2.500 DM gane 9 DM realizando sus transacciones *on-line* y por ello perciba algún interés por el dinero depositado en la cuenta corriente que de otro modo no devengaría ningún interés.

#### Commerzbank

La unificación de precios de Commerzbank recibe el nombre de *Giro-Konto* y, al igual que otras unificaciones de precios de bancos alemanes, es una unificación de cuenta para operaciones. El *Giro-Konto* incluye todas las transacciones, un tipo

de tarjeta de crédito o de débito, cheques, facilidades de descubiertos así como servicio bancario automático por teléfono o por internet. El cliente paga 12,50 DM mensuales por esta unificación de precios. En lugar de la tarjeta de crédito ordinaria (ec-Karte), es posible elegir entre otras dos tarjetas de débito o de crédito: Visa y Euro card o Visa Oro y Euro card Oro. En tal caso la unificación de precios aumenta a 15,50 DM y 22,50 DM mensuales, respectivamente.

#### *Dresdner Bank*

Este banco tiene tres diferentes unificaciones de cuenta corriente con diferentes niveles de servicio. La unificación de precios básica, *Komplett-Konto*, incluye la cuenta corriente, diferentes transacciones, tarjeta de débito (tarjeta de crédito) y cheques, incluyendo todos los canales de prestación de servicios, esto es, servicio automático y personal por teléfono así como banca por internet. El modelo básico tiene un precio de 12 DM mensuales. El segundo modelo se conoce como *Komfort-Konto*, que incluye, además de los servicios propios del *Komplett-Konto*, la Euro card o Visa Classic y varios servicios de emergencia relacionados con los viajes. Esta unificación tiene un coste de 20 DM por mes. La tercera unificación, *Exclusive-Konto*, ofrece al cliente Euro Card Oro o Visa Card Oro, así como servicios de emergencia algo más amplios en los viajes en comparación con los beneficios de la unificación *Komfort-Konto*. El precio del *Komfort-Konto* es de 30 DM mensuales.

#### *Royal Bank of Scotland*

El Royal Bank of Scotland ofrece a sus clientes cuatro unificaciones principales de precios. La unificación básica es el *Royalties account*, que incluye una cuenta corriente, cheques y la elección de una tarjeta de débito, banca por teléfono durante las 24 horas y banca directa por PC y boletín *Royalties*. La cuenta proporciona además al cliente otros beneficios: descuentos para vacaciones y viajes de diversos tipos, descubiertos y préstamos a tipos preferenciales, bonos de inversión y de ahorro, descuentos de efectivo (llamadas telefónicas, 500 libras de rebaja en el precio de vehículos nuevos, descuento del 20 por 100 en CD, videos, etc.) y protección extra y cobertura de seguros. Por esta cuenta se carga al cliente 5 libras por mes.

La segunda unificación de precios, la llamada *Royalties Gold Account*, es una versión mejorada de la cuenta *Royalties*. Tiene un coste de 9 libras mensuales e incluye además de los servicios de la cuenta *Royalties* seguro de viaje familiar, un tipo de interés ligeramente mejorado para los créditos personales, Visa Oro o Master Card, condiciones preferentes para descubiertos acordados, otros bonos de ahorro para cuentas de ahorros y depósitos a plazo, más alternativas para descuentos de efectos y mayor cobertura de seguros.

Las dos unificaciones siguientes están dirigidas a estudiantes y a graduados. El *Student Royalties Account* es una cuenta corriente con acceso instantáneo vía talonario de cheques, cajero automático o tarjeta de débito. Se ofrece a los estudiantes un límite de descubierta libre de intereses que depende del número de años que hayan estado estudiando. Otros beneficios libres de cargos son la tarjeta de crédito, préstamos hipotecarios para estudiantes, adelantos, descuentos para viajes y vacaciones, préstamos para cursar una carrera universitaria, seguro para pertenencias personales y protección y cobertura extra de seguros. Esta cuenta esta libre de cargas.

La unificación *Graduate Royalties Account* incluye los servicios bancarios básicos como los cheques, tarjeta de débito, banca por teléfono y por internet. Se ofrece un descubierta libre de interés hasta finales de junio después del año de la graduación, así como hipotecas en términos preferenciales para graduados, descuentos en viajes y vacaciones y protección extra y cobertura de seguros. Esta cuenta está exenta de cargos hasta cerca de un año después de la graduación.

#### *HSBC*

Las unificaciones que HSBC aplica están claramente dirigidos a clientes adinerados y a estudiantes/graduados (5). La unificación *HSBC Premier* para clientes solventes es un servicio bancario diseñado para satisfacer todas las necesidades personales del cliente. La cuenta está disponible únicamente para clientes que tengan más de 30.000 libras ahorradas o en inversiones con HSBC. Entonces, se asigna al cliente un gerente de relación, se ofrecen al cliente servicios privados con asesoría financiera independiente, cuenta bancaria con tipos de interés preferencial, una tarjeta de débito HSBC premier para 250 libras y exenta de cargas por su utilización, una opción de descuento garantizado de 5.000 libras y una revista trimestral, tipos de interés beneficiosos para los ahorros, exención de comisiones anuales por tarjetas de crédito, servicios de viajes así como asistencia para conseguir entradas para teatros, espectáculos y acontecimientos deportivos, gestiones para comprar y entregar regalos, etc. Este tipo de unificación está exenta de comisiones por cuentas o transacciones.

La otra unificación está dirigido a estudiantes y graduados. El *Student Services Bundle* incluye una cuenta corriente con una unificación inicial, tarjeta de débito, cheques, estados mensuales de cuentas y operaciones de pagos. El paquete de bienvenida, diseñado para los nuevos clientes, otorga al estudiante £50 o una tarjeta de ferrocarriles para jóvenes por un período de cuatro años. Además de estos beneficios, el estudiante puede hacer uso de un descubierta libre de interés

(750 libras durante el primer año, £1.000 durante el segundo, £1.250 en el tercero y £1.500 durante el cuarto año). Además, se ofrece una tarjeta de crédito para los clientes de la unificación de servicios al estudiante sin comisión anual. Se ofrece también a los estudiantes varios productos de seguros con tasas y condiciones preferenciales.

El *Student Services* se transfiere de manera automática a *Graduate Service*. Esta cuenta ofrece al cliente la ventaja de la llamada «Banca gratuita» (6), sin comisiones por descubiertos, asesoría financiera gratuita, tipos preferenciales para créditos personales, hipotecas hasta un 100 por 100 y una tarjeta de crédito. El descubierto sin intereses que se incluyó en la unificación de servicios al estudiante continúa siendo válido pero se irá reduciendo gradualmente a lo largo de un período de tres años.

### Halifax

Halifax aplica una estructura de cuatro unificaciones de precios interconectadas. Todos los elementos de la estructura de la unificación son en sí mismos unificaciones de precios pero están dirigidos por un servicio específico. Ciertos tipos de relaciones con el cliente pueden hacer disminuir el precio del servicio líder.

El *Current account bundle* sigue los mismos principios que las otras unificaciones de cuenta corriente. Además de la cuenta corriente, se entrega al cliente una tarjeta de débito, cheques, operaciones de pagos, facilidades para descubiertos sin cargo para establecerlos o para las primeras £100, así como banca telefónica y banca por internet. No se cobra comisión por la cuenta, pero algunas transacciones pueden tener algún tipo de coste.

La *Tarjeta de crédito* implica, para el comprador de la tarjeta, una comisión anual de £10, que el comprador puede evitar habiendo tenido cuenta por lo menos seis meses con Halifax y si tiene un salario mensual mínimo de £1.500 depositado en su cuenta corriente. Es también posible evitar el cobro de comisiones si el cliente tiene una hipoteca con Halifax. Una tercera condición para evitar las comisiones se aplica a los clientes que hubieran tenido una cuenta de ahorros por un período de seis meses antes de la fecha de solicitud con un saldo mínimo en cuenta de £1.500. También los estudiantes pueden librarse de las comisiones.

Se ofrecen *créditos personales* desde £500 a £15.000 dependiendo de la edad del cliente. Se otorgan los préstamos a tipos de interés fijo y sin costes de establecimiento relacionados con estos préstamos. El cliente puede disminuir el interés pagado por un préstamo personal si mantiene otros vínculos con el banco. Existe una disminución del 1,5 por 100 en el tipo de interés del préstamo si el cliente tiene concertada una hipoteca con Halifax. Se puede ahorrar otro 1,5 por 100 si el cliente ha tenido una cuenta de ahorro durante más de seis meses. El cliente puede disminuir incluso otro 1,5 por 100 si ha tenido la tarjeta de crédito o la cuenta corriente durante los últimos seis meses. Puede ahorrarse un total del 4,5 por 100 el cliente que haya concentrado todos sus negocios en Halifax.

También es posible afectar los tipos de *Hipotecas* mediante diversas relaciones con el banco, y la idea es que cuantas más relaciones mantenga el cliente con el banco tanto más bajo será el tipo de interés que tendrá que pagar. Las relaciones susceptibles de reducciones de precios son las siguientes: relaciones bancarias con una cuenta corriente, relación de seguros (de construcción, contenido o reembolso) o relación de inversión/ahorro (ahorros superiores a £1.000 o un producto de servicios financieros a tanto alzado).

Para estudiantes, hay más reducciones de precios para algunos de los productos arriba señalados de acuerdo con determinadas normas específicas. Halifax ofrece a sus clientes otros beneficios adicionales en el pago de hipotecas (7), descuentos en la venta de su vivienda propia, ahorro en costes de viajes o seguros de viaje, seguros de automóvil o retiradas extraordinarias de la cuenta de ahorros. La posibilidad de acogerse a estos beneficios depende de la relación del cliente con el banco.

### Leonia

Pueden identificarse en Leonia cinco tipos de unificación de precios. La unificación *de servicios* es una unificación de cuenta corriente que incluye estados de la cuenta, tarjeta de débito, domiciliaciones, banca automática y personal por teléfono y banca por internet. El cliente estándar paga 40 FIM mensuales por la unificación, pero este precio puede reducirse dependiendo de las relaciones que se definirán posteriormente para los grupos de clientes *Premium customer* y *Regular customer*.

La unificación *on-line* está dirigido a clientes que sólo utilizan canales de distribución de autoservicio bancario, esto es servicio telefónico automático y personal y las facilidades de banca por internet. Se incluye una tarjeta de débito. La unificación cuesta 20 FIM mensuales y, una vez más, los clientes preferenciales y los clientes regulares pueden disminuir el precio si hacen uso de esta unificación.

Un tercer conjunto de producto es la *unificación de ahorro*. El cliente que no realiza mensualmente un número considerable de operaciones se beneficiaría de la apertura de una cuenta de ahorro en lugar de una cuenta corriente. Esta unificación limita la cantidad de transacciones a cinco por mes, de modo que las operaciones adicionales tengan un cargo individual. Es posible combinar una tarjeta de débito con esta cuenta, que puede utilizarse mediante todos los canales automáticos de prestación de servicios.

Se define el *premium customer* como aquel cliente que deposita su salario en Leonia y tiene concertados con Leonia diferentes tipos de servicios por un valor de 75.000 FIM. A este cliente se le paga un 2 por 100 de interés libre de impuestos sobre su cuenta corriente y, además, el cliente recibe una reducción de precio del 75 por 100 en las comisiones mensuales tanto de la unificación de servicios como de la unificación *on-line*. Hay otros beneficios relacionados con operaciones de pagos en las sucursales o a través del servicio telefónico personal. El banco promete también ofertas especiales, la tarjeta Eurocard exenta de cargos durante el primer año, una revista de información y un servicio más rápido para este tipo de clientes.

El *cliente regular* es la persona que deposita su nómina en una cuenta corriente de Leonia (4.000 FIM como mínimo al mes) o tiene ahorros o créditos por un valor superior a los 15.000 FIM. El tipo de interés por cuenta corriente es del 1 por 100 (libre de impuestos) y el cliente regular consigue un reducción de precio del 75 por 100 en la comisión mensual por la unificación de servicios y por la unificación *on-line*. Al *cliente regular* se le ofrecen también disminuciones de precios siguiendo las líneas del *Premium customer*, pero los beneficios de precios son menores.

### Osuuspankki

La unificación de precios aplicado por Osuuspankki está orientado hacia los llamados por el banco clientes propios. Osuuspankki es un banco cooperativo. La unificación consta de una cuota uniforme de admisión para la acción propietaria más comisiones por los servicios del paquete que pueden disminuir según el tamaño de la relación. Las primas se calculan respecto a la cuantía de los préstamos, ahorro y fondos de inversión (8). Además, algunos pagos de seguros ofrecen bonos. La unificación de precios recibe el nombre de estructura de bonos *Platina* en el Osuuspankki. Los bonos se convierten en FIM y pueden utilizarse para pagar las comisiones de diversas transacciones. El cliente puede conseguir a lo sumo reducciones de precios de 600 FIM al año (cuadro A.2).

CUADRO A.2

VOLUMEN DE FIM	BONO/AÑO	FIM/AÑO
30.000 .....	30	36
50.000 .....	500	60
75.000 .....	750	90
100.000 .....	1.000	120
150.000 .....	1.500	180
200.000 .....	2.000	240
300.000 .....	3.000	360
400.000 .....	4.000	480
500.000 .....	5.000	600

Los descuentos de precios solamente pueden utilizarse para pagar comisiones de transacciones u otros cargos por servicios. Si el cliente no puede utilizar todas las posibilidades de disminución de precios, le procura incentivos para aumentar la demanda de servicios bancarios. Los bonos pueden también ahorrarse para los dos años siguientes después de los cuales pierden valor si no han sido utilizados.

### MeritaNordbanken, Finlandia

Este banco utiliza tres unificaciones de precios en Finlandia: *Solo-package*, *Cliente preferente* y *Cliente clave*. El *Solo-package* es una unificación de cuenta corriente que se

utiliza a través de la banca telefónica (tanto automática como personal) y la banca por internet. La unificación cubre todas las transacciones por una comisión mensual de 10 FIM. No se incluye una tarjeta de débito como tal en la unificación, pero al estar exenta de cargas por el momento, los clientes la obtienen de todos modos.

El cliente se convierte en *Cliente preferente* si sus ahorros o créditos exceden de 20.000 FIM y ha adquirido un *Solo-package*. Se requiere además que el cliente no sea moroso. El cliente recibe entonces diversas reducciones de precios en otros servicios: 50 por 100 de reducción de precios en el *Solo-package*, descuentos entre un 15 por 100 y un 33 por 100 en comisiones de tarjetas de crédito y de débito, de divisas extranjeras, de fondos de inversión y de apertura de préstamos.

El volumen de relación del *Cliente clave* se define como los ahorros que excedan de 90.000 FIM o préstamos superiores a 175.000 FIM, y este tipo de cliente debe haber adquirido también el *Solo-package*. Sin embargo, el *Solo-package* para este tipo de clientes está exento de cargos. El beneficio especial que percibe el *cliente clave* es un asesor bancario personal, algo que no se ofrece a los clientes preferentes, por ejemplo. Los descuentos de precios son también mayores para los *clientes clave* por los mismos servicios que reciben los clientes preferentes. La unificación de precios para *clientes clave* pueden extenderse para que tengan validez para los miembros de la familia del cliente.

### *FöreningsSparbanken*

Este banco aplica dos tipos de unificación de precios. La primera unificación funciona de la siguiente manera: si un cliente tiene una cuenta corriente con pagos regulares de nómina, tarjeta de débito y servicios de pago/servicios de pago por internet, recibe un descuento del 15 por 100 del precio de las comisiones anuales por los dos últimos tipos de servicios mencionados. Además, la elección de servicios aumenta el tipo de interés para la cuenta corriente un 1,75 por 100 hasta las primeras 15.000 SEK. Una suma que exceda de 15.000 SEK disminuye el tipo de interés un 0,25 por 100 por la cuantía excedente, que es el tipo de interés normal para una cuenta corriente. Si el cliente realiza depósitos regulares a largo plazo (un mínimo de 100 SEK por mes) o tiene ahorros que excedan de las 50.000 SEK o créditos (cualquier suma) se le considera un *Cliente clave*, al que le asigna una persona de contacto y se le concede una consulta anual y varios folletos de información.

FöreningsSparbanken ofrece una *unificación de estudiante* a sus clientes jóvenes. Está diseñado como el anterior en torno a los servicios bancarios más centrales: cuentas corrientes, tarjetas de débito y servicios de pago (bien servicios de giro o pagos por internet). Los estudiantes consiguen una bonificación del 50 por 100 de los precios estándar.

### *Handelsbanken*

Cabe decir, para empezar, que Handelsbanken aplica la unificación de precios de forma muy limitada. Sólo ofrece a sus clientes una unificación de dos tarjetas de débito/crédito. Una sencilla unificación está constituida por una hipoteca con una protección de seguro al «sobreviviente» (en caso de fallecimiento del deudor). Si las dos tarjetas de débito/crédito se venden conjuntamente, el cliente obtiene la segunda tarjeta por un 30 por 100 menos que el precio normal. Las tarjetas son algo más que eso: se trata de una oferta específica para promover un tipo específico de tarjeta de débito/crédito. En lo referente a la unificación de hipoteca, se concede el seguro gratuitamente si el cliente concentra todos sus préstamos en Handelsbanken.

### *MeritaNordbanken, Suecia*

Este banco ofrece el mismo modelo de unificación de precios que el MeritaNordbanken de Finlandia. El modelo de unificación, en realidad, ha sido inventado en Suecia y más tarde, gracias a la fusión de Merita y Nordbanken, fue adoptado también en Finlandia. Hay tan sólo pequeñas diferencias en las unificaciones que tienen que ver con la composición y con los precios dependiendo de las condiciones de mercado en cada país. Por ejemplo, se otorga a los *clientes preferenciales* y a los *clientes clave* beneficios de intereses para determinados tipos de ahorro y préstamos que no se ofrecen en Finlandia. El *Solo-package* existe en ambos países.

MeritaNordbanken en Suecia aplica también unificaciones de estudiantes. Si el cliente se encuentra entre los 18 y los 28 años y está estudiando en una universidad o institución similar, se le ofrecen los servicios siguientes por 240 SEK por año (o 20 SEK mensuales): una cuenta corriente con un tipo de interés más elevado que el ordinario, tarjeta de débito, banca personal por teléfono y servicios de banca por internet (solo) así como servicios de corretaje a través de internet. Si el estudiante ahorra en una cuenta especial en banca por internet, se le ofrece un tipo de interés más alto.

### NOTAS

(1) Se define el cliente como una persona que mantiene una relación con la entidad bancaria. Las entidades hablaban también de clientes activos que, según las diferentes definiciones, utilizaban los servicios bancarios en mayor o menor medida. Sin embargo, las definiciones no eran comparables entre las entidades y, por tanto, sólo se presenta aquí una cifra bruta de clientes.

(2) Este nombre es interpretación del propio autor.

(3) Hay varias alternativas de ordenadores de sobremesa y portátiles, con diferentes características que determinan la cuota mensual. La cuota mínima es de 50.000 liras por un modelo básico de sobremesa, pero el precio asciende hasta las 150.000 liras mensuales para un portátil último modelo.

(4) Esta cuenta está disponible tan sólo para pequeñas empresas.

(5) No se trató sobre esta unificación, ya que el análisis de HSBC en el informe se refiere a su estrategia de paquetes para estudiantes.

(6) Gratuidad de talonario de cheques, tarjeta de débito, estados de cuenta mensuales y domiciliaciones.

(7) Retraso de seis meses en los pagos de hipotecas.

(8) Los fondos de inversión dan derecho a que se incluya sólo un 25 por 100 en el sistema de bonos.

# Condiciones para la realización de inversiones rentables en comercio electrónico

Göran Bergendahl

## I. DEFINICIONES

El rápido crecimiento experimentado por internet ha permitido la creación de un nuevo vehículo de transmisión de información sobre productos y servicios entre productores y consumidores. Los productores pueden usar internet para ampliar su conocimiento sobre las preferencias de los clientes, así como sobre su disposición a pagar. Los consumidores pueden usar internet para informarse sobre la oferta tanto de productos nuevos como de ya existentes. También pueden usarlo para la obtención de información sobre la realización de entregas a domicilio, así como sobre el pago correspondiente a éstas.

El comercio electrónico (*eCommerce*) es un nuevo concepto en el ámbito comercial que implica la comercialización, contratación y pago de productos y servicios vía internet. Por lo tanto, el comercio electrónico supone un cambio estructural radical de los sistemas informáticos, los principios de marketing y logística. En conjunto, el comercio electrónico puede considerarse como *una actividad que emplea una red informática (internet) para conseguir, transformar, comercializar, vender, entregar y pagar productos y servicios*.

Son muchos los que esperan que el comercio electrónico suponga, con respecto a la situación anterior, unos menores precios, una mayor rapidez en las entregas y una mejora en los servicios. Se supone que las principales mejoras en la rentabilidad del *eCommerce* provenga de las operaciones entre empresas (B2B). En los casos de transacciones entre empresas y consumidores (B2C), hasta el momento parece que sólo un número limitado de casos ha tenido éxito. Esto ha sido debido a que en la mayoría de los casos el diseño se realizó sin haber establecido contacto con los clientes y sin conocimiento de sus necesidades. Actualmente, las inversiones rentables se han desarrollado como sis-

temas de venta al por menor o de pedidos por correo complementarios a los ya existentes. En este ámbito, el principal atractivo del *eCommerce* se centra en los consumidores cuya residencia se encuentra muy alejada de las tiendas y productos deseados (por ejemplo, libros) debido a la conveniencia de este sistema para la entrega por correo o sistemas análogos a bajo coste. Junto a ello, en sectores que no exigen entrega física, tales como la venta de acciones y de entradas para espectáculos (véase, por ejemplo, OECD, 1999, págs. 34 a 41). La conjunción de todo lo anterior significa que los objetivos han sido «desarrollar métodos de búsqueda de clientes a bajo coste, establecer estrechas relaciones con los clientes y fomentar la fidelidad de éstos» (Kalakota y Whinston, 1996, pág. 9).

El objetivo de este trabajo es desarrollar los principios económicos para la valoración de las inversiones en *eCommerce*. Estas inversiones son tratadas como actividades en las que inicialmente se incurre en costes fijos en tecnología de la información y en marketing, para la obtención de beneficios para la empresa y sus clientes a lo largo de un horizonte temporal. En primer lugar (en el apartado II), se define qué se entiende por inversión en *eCommerce*, concepto que consta de dos componentes: instalación del sistema de tecnología de la información y constitución de una base de clientes. Posteriormente se analizan los beneficios (apartado III) y costes (apartado IV) de inversión y explotación asociados al *eCommerce*. Estos principios analíticos se emplean posteriormente como base para determinar las condiciones necesarias para la realización de inversiones rentables (apartado V). Por último, se extraen y resumen, en el apartado VI, las principales conclusiones.

## II. INVERSIÓN EN COMERCIO ELECTRÓNICO

Hasta el día de hoy, los recursos invertidos en el

*eCommerce* han sido sustanciales. Estos han ido destinados principalmente a dos funciones:

1) Desarrollo de un *sistema de tecnología de la información* (sistema *Web*) para su conexión a internet. Dicho sistema debe permitir que el cliente potencial obtenga información precisa sobre disponibilidad y calidad de los productos, así como de las condiciones de servicio y facilidades de pago, asociados a la realización de la compra.

2) Creación y mantenimiento de una *base de clientes* (registro de clientes anteriores, actuales y potenciales, junto con una base pormenorizada sobre las ventas). Dicha base de clientes puede obtenerse mediante impactos publicitarios en medios como internet, prensa, televisión, telemarketing, etc. Su mantenimiento puede llevarse a cabo a través de «clubes de clientes» en los que éstos obtienen beneficios por sucesivas compras.

Así pues, la inversión en *eCommerce* puede compararse con una inversión en investigación y desarrollo, en patentes y en nuevas tecnologías. Dicha inversión presenta las siguientes características:

- El flujo de beneficios netos esperados contiene niveles de incertidumbre sustanciales.
- Es posible que los clientes no estén familiarizados con el uso de internet lo que les puede llevar a considerar que los sistemas de pago *on-line* son arriesgados.
- Es esencial encontrar el momento óptimo para la realización de la inversión. Retrasar la inversión posibilita la obtención de un sistema de tecnología de la información más desarrollado, así como la disposición de mayor información sobre las condiciones del mercado. «Nada puede compensar el desastre de un lanzamiento masivo cuando el *site* no funciona» (Varianini y Vaturi, 2000, pág. 90). Por otro lado, los retrasos pueden ocasionar menores *cash flows*, beneficiando a los competidores.
- La existencia de incertidumbre sobre las condiciones del mercado se traducirá en la necesidad de programas financieros especiales que incluyan garantías, sistemas de riesgos compartidos y la oferta de capital riesgo.

Este tipo de inversión presenta como característica la irreversibilidad, ya que a menudo se efectúa para una determinada empresa y para un segmento concreto del mercado. Por consiguiente, las acciones de inversión pueden tratarse como *opciones* (véase, por ejemplo, Dixit y Pindyke, 1995). Por tanto, fijar el momento de tal inversión equivale a *ejercitar una opción de compra*.

### III. BENEFICIOS

#### 1. Beneficios del cliente y demanda *on-line*

Pensemos ahora en una empresa ya establecida y que tenga acceso a una *base de clientes* que accede al mercado a través de los canales tradicionales (*off-line*). Dichos clientes pueden ser empresas u hogares. En el *eCommerce* una cuestión clave es determinar qué parte de esta base desea pasar de efectuar sus compras por *off-line* a *on-line*. Esta proporción puede variar según los distintos productos, servicios y mercados. Consideremos, por ejemplo, los 13 millones de efectivos que componen el Ejército de Tierra y la Fuerza Aérea de los Estados Unidos (AAFES). Estos representan una base de clientes de la que una parte sustancial parece preferir acceder *on-line*, a través de internet (véase Skibo y Gordon, 2000, págs. 22 y 23).

Las empresas o particulares que constituyen la base de clientes de una compañía pueden demandar productos o servicios por internet debido a varias razones (véase, por ejemplo, Booth, 1999, y Konkurrensverket, 2001):

- a) Reducción del tiempo y coste de obtención de información sobre el producto, o realización de comparaciones sobre precios.
- b) Reducción del precio como consecuencia de los menores márgenes.
- c) Reducción del tiempo y el coste de entrega del producto.
- d) Reducción del tiempo de envío de sugerencias y quejas sobre la calidad de los productos y los servicios.

#### 2. Incremento de los ingresos

La reducción de costes y del tiempo de cambio a internet implica la existencia de beneficios sustanciales para el cliente. Sin embargo, también debe tenerse en cuenta que la oferta de servicios por internet a precios similares al correspondiente a los productos tradicionales puede generar «canibalización», esto es, un flujo excesivo de ventas desde los canales de mercado existentes (que generan beneficios) hacia internet. La diferencia entre los ingresos de las potenciales ventas *on-line* y la reducción de beneficios de las ventas *off-line* representan los ingresos netos para la empresa.

$$[\text{Ingresos netos}] = [\text{Ingresos por ventas on-line}] - [\text{Reducción de beneficios off-line}]$$

### IV. COSTES DE INVERSIÓN Y OPERATIVOS

En el presente trabajo se considera al *eCommerce* como actividad que emplea una red informática (inter-

net) para la consecución, transformación, comercialización, venta, entrega y pago de productos y servicios. Dichas actividades implica la existencia de costes fijos y variables de comercialización y ventas, de gestión, de logística y de pagos y financiación («gestión de caja»). Tratémoslos en este orden:

#### a) *Costes de desarrollo*

Para una empresa, la inversión en infraestructura para la gestión del *eCommerce* incluirá las funciones del servidor *Web* para la obtención de información, gestión de datos y transacciones, y la seguridad de los envíos. Su organización se establece habitualmente en términos de presentación, logística y base de datos. Cuanto más estables y normalizados sean los productos, los servicios y los procesos, menores serán los costes de este tipo de inversión. Esto implica el crecimiento de los costes de desarrollo de acuerdo con:

- el número de clientes a atender (*tamaño*);
- la necesidad de cambios frecuentes (*flexibilidad*);
- la demanda de contacto de los clientes (*contactos previos a la compra*);
- la demanda de mantenimiento del producto (*contactos posteriores a la compra*).

#### b) *Costes de venta*

Los costes de la venta por internet pueden ser fijos y variables. Los gastos de desarrollo y creación de una marca *on-line* para la captación de clientes en internet son buenos ejemplos de costes fijos. Estos costes de establecimiento de marca serán con frecuencia sustancialmente superiores a los de la inversión en tecnología de la información y pueden llegar en ocasiones a los \$100 millones (véase Cunningham, 2000, pág. 30) (1). También se han empleado recursos sustanciales en publicidad para la ampliación la base de clientes existente (véase, por ejemplo, Carpenter, 2000 (2), y Dayal y otros, 2000). Normalmente son costes variables las provisiones para ventas; los costes de contratación y los denominados *costes de menú* de actualización periódica de las listas de productos y servicios son habitualmente variables (véase Levy y otros, 1997). Por ejemplo, los *banners* pueden costar hasta \$100 por cada mil impresiones (Whinston y otros, 1997, págs. 42 y 248, Korper y Ellis, 2000, pág. 53).

#### c) *Costes operativos*

Estos costes cubrirán la producción física y la transferencia de bienes y servicios.

#### d) *Costes de pago y financiación*

El logro de transferencias de dinero seguras y la cobertura del riesgo de crédito generarán costes adicionales en la vertiente de los pagos. El coste de pago de una transferencia segura se basa en la necesidad del comprador de enviar el pago electrónico (dinero electrónico o dinero digital) junto con información sobre el giro. Posteriormente, el vendedor debe autenticar el pago y la información del giro y aceptarlos como válidos. Los pagos *on-line* posibilitan la reducción del *float*, de los impagados, errores de procesamiento, «papeleo» y gastos de envío (véase, por ejemplo, Ouren y otros, 1998, pág. 99). El riesgo de crédito incluye el coste adicional de retrasos o pérdidas del pago, así como primas de riesgo superiores para los costes financieros, como, por ejemplo, un tipo de descuento superior al usual.

Resumiendo, las inversiones en *eCommerce* darán lugar a gastos de inversión iniciales por la expansión del servicio *web*, en la base de clientes y en las ventas. Una buena organización hará que estos gastos de inversión se vean compensados por los ingresos por ventas adicionales, junto con una reducción de los costes por las ventas totales (las ventas manuales podrán reemplazarse por ventas electrónicas), de los costes de operación y de los costes de pagos y financiación (3). No obstante, *parece fácil hallar ejemplos en que las prisas por entrar en internet se tradujeron en la pérdida del control de los costes*. Meeker (1997, págs. 3 a 15) realiza una interesante comparación entre la expansión de los pedidos por correo en la década de 1980 y la del *eCommerce* en la actualidad.

## V. CONDICIONES PARA LA REALIZACIÓN DE INVERSIONES RENTABLES

Hasta la fecha, se han desarrollado una serie de estudios sobre las ventajas del *eCommerce*, basados en teorías especiales como la de los costes de transacción, marketing, difusión y conexión a la red (véase, por ejemplo, Wigand, 1997, y Österle y otros, 2000, páginas 107 a 109 y 130 a 132). Por otra parte, escasos han sido los estudios llevados a cabo sobre las condiciones bajo las que funciona y deberá funcionar una inversión en *eCommerce* (véase, por ejemplo, Farbey, Land y Targett, 1992; Giaglis y otros, 1999, y Sarker y Syed, 2000). Dada la espectacular afluencia de fondos al comercio electrónico, existe evidentemente la necesidad de desarrollar principios para la inversión en *eCommerce*, prestando especial atención al análisis de la rentabilidad y a consideraciones de carácter financiero. Sobre ello hemos hallado el siguiente conjunto de características comunes.

1) Los *desembolsos iniciales* se refieren a dos tipos de actividades independientes: la instalación de un sistema para *servicios web* y las actividades de *comercialización*, con especial atención a las de publicidad. Estos gastos iniciales deberán ser igualados por el *superávit de explotación*. A menudo estas decisiones pueden tomarse en una secuencia, de tal modo que el segundo paso de la inversión no tiene lugar hasta que se ha eliminado la incertidumbre respecto al efecto de la inversión en comercialización sobre las ventas *on-line*.

2) *Inversiones en servicios Web*. En el momento de realizar la inversión, la configuración deseada del sistema de *servicios web* ha sido a menudo insuficientemente especificada. En aquellos casos en que las inversiones fueron innovadoras, la nueva información sobre equipo técnico y preferencias de los consumidores ha generado posteriores modificaciones de carácter sustancioso y costoso. Por otro lado, en aquellos casos en que las inversiones se aplazaron excesivamente para mejorar la información, los competidores pueden haber tomado ventaja en el mercado. Por lo tanto, determinar el *momento oportuno* es una cuestión clave.

El coste de dicho sistema aumentará en función de:

- el número de clientes potenciales;
- la cantidad de información sobre los productos, así como del mantenimiento y servicios auxiliares asociados;
- la necesidad de contactar con el cliente (*on-line* o telefónica) que afecta a las especificaciones y al diseño del producto;
- la necesidad de realizar cambios periódicos en los productos y servicios.

3) *Inversiones en marketing*. La inversión en marketing comprende dos funciones consecutivas: acciones (anuncios principalmente) que *lleguen* a un número suficiente de clientes a través de internet, y establecimiento de un sistema de *venta* de productos y servicios a dichos clientes, Por consiguiente, la cantidad a invertir dependerá de:

- La cantidad inicial de clientes disponibles.
- La información demandada sobre productos y servicios.

*El crecimiento del volumen de ventas* es una cuestión determinante de la rentabilidad de las inversiones en *eCommerce*. Cuanto más rápida sea la tasa de crecimiento de las ventas, mayor será la rentabilidad.

Resulta razonable asumir que inicialmente dicha tasa de crecimiento podrá ser mayor, cabiendo la posibilidad de que descienda con el tiempo, a medida que la empresa se vaya centrando en segmentos más «conservadores» del mercado. En este análisis nos centraremos en dos tipos de estrategias de venta para captar y conservar clientes de internet:

a) *Para sociedades que han accedido a la Red*. Éste es el caso de una empresa que cuenta con una base de clientes *off-line*, y que quiera realizar actividades de *eCommerce* en la Red.

b) *Para sociedades que han nacido en la Red*. Aquí la estrategia consiste en vender actividades a nuevos clientes a través del *eCommerce* y conservarlos como tales.

En ambos casos tenemos que estimar el crecimiento del volumen de ventas a lo largo de un horizonte temporal relevante; por ejemplo, trimestre a trimestre durante el ciclo de vida estimado. Esta tasa de crecimiento es clave en para la rentabilidad de las inversiones en *eCommerce*. Cuanto mayor sea el crecimiento del volumen de ventas, mayor será la rentabilidad de la inversión. Hay que tener en cuenta, no obstante, que *el crecimiento de las ventas on-line conlleva un nivel de incertidumbre sustancial, que puede que se mantenga hasta que se realice la inversión en tecnología de la información y el sistema esté operativo*. En consecuencia, son muchas las empresas que han decidido tomar sus decisiones de inversión a través de la siguiente secuencia (véase, por ejemplo, Cunningham, 2000, página 88):

- Invertir en un *site* con abundante información.
- Observar las reacciones entre clientes y tasas de ventas.
- Revisar el *site* respecto a productos y servicios con objeto de aumentar los ingresos.

El coste de los pagos y de los recursos financieros dependerá de la actual situación financiera de la empresa. Se considera que una sociedad constituida en la Red tiene mayores costes de capital que otra que posee una larga trayectoria en la venta al por menor mediante la forma clásica.

## VI. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha analizado las condiciones previas relativas a la rentabilidad de las inversiones en *eCommerce*. Se han considerado dos tipos de gastos de inversión: los del sistema de información (*servicios web*) y los de comercialización. Hemos puesto de mani-

fiesto cómo los gastos de comercialización suelen mostrar la misma importancia relativa que los de los sistemas de información. Ambos tipos de inversiones deben considerarse como de máximo riesgo y, por lo tanto, debe ser importante desarrollar principios de valoración financiera de las mismas.

Los gastos iniciales de inversión tendrán que verse compensados con los ingresos netos. Es frecuente que las decisiones de inversiones se adopten secuencialmente. Esto hace que las inversiones estén dotadas de un cierto grado de flexibilidad sustancial. Por ejemplo, no debe darse un segundo paso en las inversiones en servicios *web* y en comercialización hasta que haya desaparecido la incertidumbre relativa a los efectos que la inversión inicial produzca sobre las ventas *on-line*.

Del presente estudio pueden extraerse las siguientes conclusiones:

- La existencia de base de clientes reducirá la necesidad de realizar inversiones en comercialización e incrementará, al mismo tiempo, las preferencias de los clientes por la compra *on-line*. Una marca conocida servirá de garantía de la calidad del producto, de seguridad en el pago y para obtener unos costes inferiores de financiación.

- Los productos intensivos en capital generarán mayores márgenes para los servicios *on-line*. Al mismo tiempo limitarán los segmentos de mercado a consumidores solventes, y una mayor duración de su ciclo de vida podrá reducir el volumen de sucesivas compras.

- Cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de las ventas, mayor será la posibilidad de que la inversión resulte rentable. Un factor clave son los efectos que tendrán las inversiones en publicidad sobre el crecimiento de las ventas.

#### NOTAS

(1) Morgan Stanley (Meeker, 1997, págs. 3-7) estima que un *site* en internet es suficiente para llegar a un mercado de 10 millones de clientes. Si hubiera que hacerlo a través de los sistemas clásicos de distribución, exigiría entre 500 y 600 sucursales. Luego considera razonable asumir que un coste de inversión de \$1 millón por *site* de internet corresponde a un coste de inversión de entre \$1,5 y \$2 millones en una sucursal. Por consiguiente, la venta al por menor a través de sucursales resultará 900 veces más cara que la realizada por internet.

(2) Carpenter (2000, págs. 17, 78 y 155) ofrece ejemplos de las consecuencias financieras de contar con una marca en los casos de iVillage, CDNOW y Yahoo.

(3) Elliot & Briers (2001) han elaborado un interesante estudio sobre los «mecanismos» que tienen las empresas para solicitar servicios financieros *on-line*. Las sociedades encuentran que tales servi-

cios reducen los costes de las operaciones y que es mejor «obtenerlos electrónicamente que en papel». También obtienen «como en cualquier otra industria transformada por el *e-Commerce*, el mantenimiento de los clientes, el incremento de las ventas y la venta cruzada [que] constituyen el verdadero campo de batalla del futuro». Destacan, por último, que «los productos y servicios en fase de madurez que pueden estandarizarse y convertirse en mercancía serán los primeros que se vean afectados por el comercio electrónico».

#### BIBLIOGRAFÍA

- BOOTH, A. Q. (1999), *Making the internet work for your business*, Allen y Unwin, Sydney.
- CARPENTER, P. (2000), *eBrands*, Harvard Business School Press, Boston, Mass.
- CUNNINGHAM, M. J. (2000), *B2B. How to build a profitable eCommerce Strategy*, Perseus Publ., Cambridge, Mass.
- DAYAL, S.; LANDESBURG, H., y ZEISSER, M. (2000), «Building digital brands», *The McKinsey Quarterly*, núm. 2.
- DIXIT, A. K., y PINDYKE, R. S. (1995), «The options approach to capital investment», *Harvard Business Review*, mayo-junio.
- ELLIOT, S., y BRIERS, M. (2001), *E-business Challenges for Australia's Wholesale Financial Markets*, SIRCA, Nolan Norton Institute, Sydney, enero.
- FARBEEY, B.; LAND, F., y TARGETT, D. (1992), «Evaluating investments in IT», *Journal of Information Technology*, 7, páginas 109-122.
- GIAGLIS, G. M.; PAUL, R. J., y DOUKIDIS, G. I. (1999), «Dynamic modeling to access the business value of electronic commerce», *International Journal of Electronic Commerce*, número 3, págs. 35-51.
- KALAKOTA, R., y WHINSTON, A. B. (1999), *Electronic Commerce. A Manager's Guide*, Addison-Wesley Longman, Inc., Reading, Mass.
- KONKURRENSVERKET (2001), *E-handel i Sverige - en explorativ studie* («eCommerce in Sweden - An Explorative Study»), Swedish Competition Authority, Estocolmo.
- KORPER, S., y ELLIS, J. (2000), *The E-Commerce Book. Building the E-Empire*, Academic Press, San Diego.
- LEVY, D.; BERGEN, M.; DUTTA, S., y VENABLE, R. (1997), «The magnitude of menu costs: Direct evidence from large U.S. supermarket chains», *Quarterly Journal of Economics*, 112, núm. 3, págs. 791-825.
- MEEKER, M. (1997), *The Internet Retailing Report, US Investment Research*, Morgan Stanley & Co., mayo, 28.
- OECD (1999), *The economic and social impact of electronic commerce. Preliminary findings and research agenda*, París.
- OURÉN, J.; SINGER, M.; STEPHENSON, J., y WEINBERG, A. L. (1998), «Electronic bill payment and presentment», en *The McKinsey Quarterly*, núm. 4.
- ÖSTERLE, H.; FLEISCH, E., y ALT, R. (2000), *Business Networking. Shaping Enterprise Relationships on the Internet*, Springer-Verlag, Berlín.

- SARKER, R. A., y SYED, M. R. (2000), «Economics of EDI Investments», en RAHMAN, S. M., y RAISINGHANI, M. S., *Electronic Commerce: Opportunity and Challenges*, Idea Group Publ., Hershey, USA.
- SKIBO, J. E., y GORDON, D. (2000), «Building E-Commerce from the ground up: A study of the retail industry», en RAHMAN, S. M., y RAISINGHANI, M. S., *Electronic Commerce: Opportunity and Challenges*, Idea Group Publ., Hershey, USA.
- VARIANINI, V., y VATURI, D. (2000), «Marketing lessons from e-failures», *The McKinsey Quarterly*, núm. 4.
- WHINSTON, A. B.; STAHL, D. O., y CHOI, S.-Y. (1997), *The Economics of Electronic Commerce*, MacMillan, Indianapolis.
- WIGAND, R. T. (1997), «Electronic commerce: Definition, theory, and context», *The Information Society*, vol. 13, páginas 1-16.

# El gobierno de las empresas bancarias en la Unión Europea: Rasgos distintivos, códigos de buen gobierno y *performance*

Juan A. Maroto  
Mónica Melle

## I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el gobierno de empresas se ha convertido en tema de gran actualidad en muchos países. Al pionero Informe Cadbury (1992), le han seguido otros muchos códigos de buen gobierno. Empresas no financieras y bancos han ido asumiendo sus recomendaciones, y los gobiernos nacionales y las autoridades supervisoras han evidenciado su especial interés en dichas aplicaciones, al objeto de incrementar la transparencia en los mercados de valores. No obstante, el buen gobierno de las empresas se relaciona con cuestiones tales como la estrategia, las operaciones, la financiación y el control directivo, así como con determinadas características idiosincrásicas, económicas y sociales, de cada país. De ahí que cada entidad perciba el alcance del gobierno de empresas, y de la multiplicidad de objetivos que éste persigue, de forma diferente.

En este artículo, el gobierno de empresas se entiende como un sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno de una empresa determina la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes en la misma, tales como el Consejo, los directivos, los accionistas y otros *stakeholders*, al tiempo de especificar las reglas y procedimientos para la toma de decisiones empresariales. De ese modo, el gobierno de la empresa proporciona también la estructura para establecer sus objetivos, y los medios para alcanzarlos o, en su caso, para detectar y corregir los desfases entre objetivos y resultados. Las decisiones estratégicas y operativas de los directivos y gestores están incluidas en esta perspectiva, que también considera la *performance* de la empresa en su conjunto. El buen gobierno resulta así especialmente importante para los bancos. Los rápidos cambios producidos por la globali-

zación, la desregulación y los avances tecnológicos han incrementado los riesgos en el sistema bancario. Además, a diferencia de otras empresas, la mayoría de los recursos financieros utilizados por los bancos para desarrollar su actividad pertenecen a sus acreedores, en concreto a sus depositantes. De ahí que la crisis de un banco no sólo afecte a sus propios accionistas, sino que tenga un impacto sistémico sobre la estabilidad de otros bancos. Razones que justificarían, por sí mismas, cualquier apoyo a la adecuada dirección de las entidades bancarias.

Más en concreto, nuestro interés por los mecanismos de gobierno de las organizaciones bancarias en la Unión Europea, se sintetiza en tres razones:

- *Primera*, en la incidencia que tienen los avances teóricos en materia de diseño y control de las organizaciones bancarias sobre el reforzamiento del mercado frente a los mecanismos tradicionales de supervisión bancaria. Lo que se inserta, además, en el debate más amplio sobre cómo debería diseñarse un banco central para alcanzar la transparencia en la economía de la información (Green, 2001).
- *Segunda*, en el estudio de si las reglas comunes establecidas en el último informe sobre gobierno bancario de Basilea (*Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations*, Basel Committee on Banking Supervision, 1999) resultan compatibles con la amplia panoplia de sistemas de gobierno de empresas y de instituciones financieras vigentes en los países de la Unión Europea (Lannoo, 1999).
- *Tercera*, en el contraste empírico de los factores empresariales y de mercado que determinan la calidad del gobierno corporativo de una muestra constituida por los mayores bancos europeos.

El artículo está estructurado en cinco apartados. Después de esta introducción, el segundo apartado considera las perspectivas económica, social y financiera del gobierno corporativo en los bancos, tanto para exponer sus principales diferencias respecto de las empresas no financieras como para resaltar los nuevos enfoques a los que se atienden, y que otorgan cada vez más importancia a la disciplina de los mercados. El tercero, describe las diferencias que existen entre los sistemas de gobierno de empresas denominados usualmente «interno» (*insider*) y «externo» (*outsider*), y analiza sus posibilidades de convergencia hacia un modelo híbrido. Posibilidades que, previsiblemente, serán mayores si se generaliza la elaboración de códigos de buen gobierno por organismos supranacionales, como la OCDE o el BIS. El cuarto apartado incluye diversos contrastes empíricos sobre la potencial relación existente entre el gobierno de las empresas y los resultados efectivos de éstas. En primer lugar, contrasta, a través de un modelo de regresión, la relación que existe entre la calidad del gobierno corporativo de una muestra de grandes empresas de 13 países europeos y determinadas características de los mercados de valores de esos países. En segundo término, analiza mediante sendos análisis de agrupamientos (*cluster*) y de regresión, la vigencia de comportamientos homogéneos del gobierno corporativo en una muestra formada por los 38 mayores bancos europeos, al tiempo de detectar si la calidad de su gobierno corporativo es uno de los principales factores explicativos de su *performance*. Por último, el quinto apartado presenta las principales conclusiones del artículo.

## II. EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS BANCOS: NUEVAS PERSPECTIVAS

El gobierno de empresas se refiere estrictamente a las empresas cotizadas, ya sean empresas no financieras o bancos. Desde ese punto de vista, las organizaciones bancarias no ofrecen diferencias respecto de otras empresas en lo relativo a su control y monitorización internos. Sin embargo, los bancos suelen ajustarse en mayor medida a códigos éticos o de «buenas prácticas bancarias» (más limitados que los «códigos de buen gobierno»), que se refieren sobre todo a los usos y prácticas de la operativa bancaria, más que al proceso interno de su toma de decisiones. Por ejemplo, la *ética* en la expresión de la responsabilidad social de las cajas de ahorros europeas, plasmada en junio de 1996 por el Grupo de Cajas de Ahorros Europeas (European Savings Banks Group —ESBG—), que se convirtió así en el primer grupo financiero en adoptar un «código de conducta» basado en la claridad y transparencia de la información y en el asesoramiento responsable a sus clientes (Gardener *et alij*, 1999). En

otros casos, la concepción de las «buenas prácticas bancarias» se hace por mera contraposición a las «malas prácticas», que se evidencian y censuran por los correspondientes servicios de reclamaciones de los bancos centrales que supervisan las industrias bancarias nacionales (1).

No obstante, los bancos ofrecen rasgos muy específicos que resaltan el interés hacia su gobierno corporativo: porque «tutelan» el dinero de terceros (no sólo de sus accionistas), y, desde esa perspectiva, se les presta atención independientemente de que coticen o no. Además, los bancos están expuestos a riesgos acrecentados en comparación con otras empresas, y sus consejos vienen obligados a desarrollar estrategias e implantar políticas que los gestionen de forma adecuada; de las que son responsables todos sus miembros, sean o no ejecutivos (Carse, 2000). Debido a esas específicas funciones de las entidades bancarias, las autoridades reguladoras y otros grupos de interés distintos de los accionistas, como son los *stakeholders*, están cada vez más interesados en las buenas prácticas del gobierno de los bancos y en sus resultados. Lo que desemboca en una perspectiva del gobierno corporativo en los bancos más amplia que en otro tipo de empresas, y que puede resumirse en tres puntos de vista (Stoney y Winstanley, 2001):

a) *Económico*, que coincide (con matices que más adelante se señalan) con el de cualquier empresa no financiera, y que radica en la maximización de la riqueza de los accionistas por las vías de la maximización de los dividendos y del incremento del valor de mercado de las acciones.

b) *Social*, que otorga a los objetivos de los *stakeholders* en los bancos una importancia acrecentada frente a otras empresas, debido a que la intermediación financiera que les es propia incide sobre un mayor número de grupos de interés, así como sobre la sociedad en su conjunto.

c) *Financiero*, que considera la importancia de sus efectos, reales o potenciales, sobre la solvencia del sistema financiero en su conjunto, debido al riesgo sistémico.

Desde el punto de vista económico (a), los mecanismos de gobierno corporativo en los bancos operan, además, de forma diferente que en las empresas no financieras. Por ejemplo, el riesgo moral que afecta a las decisiones de los directivos puede acentuarse por la cobertura que prestan los sistemas de seguro de depósitos, lo que otorga características peculiares al contrato de agencia inherente a la relación entre accionistas y directivos bancarios. Por otro lado, los bancos

están generalmente sujetos a regulaciones, que se justifican tanto por la salvaguardia de la solvencia del sistema como por la implementación de la política monetaria, pero que pueden reducir su eficiencia en la asignación de recursos al sistema real. Las autoridades supervisoras y monetarias deciden la forma óptima de organizar el sistema bancario, y sus medidas regulatorias pretenden garantizar que los bancos se gestionen eficientemente, fijando el tiempo y la forma de presentación de los estados bancarios para evaluar sus posiciones de riesgo y sus correspondientes provisiones. Con ello, las regulaciones del sistema bancario constituyen una efectiva salvaguardia de los intereses de los accionistas y los depositantes, así como del sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, no se puede minimizar el hecho de que tales regulaciones pueden redundar en una ineficiente asignación de los recursos, sobre todo en situaciones de solapamiento de roles, en las que los reguladores puedan ser beneficiarios de los resultados de la propia regulación (Maroto y Melle, 2000).

Desde los puntos de vista social (*b*) y financiero (*c*), las diferencias entre las empresas bancarias y no financieras son aún más palpables, debido a cuestiones tales como el activismo de los *stakeholders* (*stakeholders activism*), la particular estructura de propiedad de determinadas entidades de depósito en algunos países europeos (como las cajas de ahorros, las mutuas y las cooperativas de crédito), y el énfasis que el Programa Único Europeo (*European Single Program*) y el Nuevo Acuerdo de Basilea (*New Basel Capital Accord —Pillar 3—*) han puesto en la disciplina del mercado. Todos estos aspectos configuran una nueva perspectiva del gobierno corporativo en los bancos, que se manifiesta en la generalización de códigos de buen gobierno propuestos por gobiernos nacionales y por organismos supranacionales.

El concepto de los *stakeholders* apareció en los trabajos académicos del Stanford Research Institute en los años sesenta, pero no se popularizó hasta los años ochenta (Freeman, 1984). Se refiere a todo grupo o individuo que puede implicar a, o verse implicado por, el logro de los objetivos de una organización. De ahí que el concepto adquiera una especial importancia en los bancos, que al afectar con su intermediación financiera a numerosos grupos sociales, precisan de una mayor aquiescencia social para conseguir los objetivos de sus propios accionistas. El enfoque de los bancos hacia los *stakeholders* implica, sin duda, una mayor eficiencia en su gobierno y gestión, ya que, como afirma The Stakeholder Alliance, «con información completa y fiable, los *stakeholders* votan con sus bolsillos y con sus pies, y de esa forma disciplinan a las empresas pícaras» (2). De ahí que sus intereses se incluyan cada

vez más en los códigos de buen gobierno, a diferencia de la elusión de los mismos en informes pioneros como el ya citado Cadbury o el Greenbury (Greenbury, 1995). Adicionalmente, la existencia de entidades de depósito en varios países europeos con formas jurídicas distintas a la sociedad anónima resalta también la importancia de los *stakeholders* en el gobierno de las empresas bancarias. Son ejemplos de ello las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y las mutuas, cuya propiedad no está dividida en acciones y que están gobernadas por diversos *stakeholders*, entre los que se cuentan las administraciones públicas territoriales, los empleados y los depositantes o clientes, cuyos representantes influyen en las estrategias y las políticas operativas de las entidades.

Desde el punto de vista financiero, la UEM y el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (*New Basel Capital Accord*) destacan la importancia del control del mercado en la definición de las estrategias y políticas operativas de los bancos. El incremento de la competencia, los avances tecnológicos y el nuevo papel de supervisión asumido por el Sistema Europeo de Bancos Centrales transfieren cada vez más control de los directivos bancarios a los *stakeholders* (prestamistas y deudores), a los accionistas y al mercado de bienes y servicios. Con una incidencia diferente por países que viene condicionada por su sistema de regulación, su evolución histórica, las particularidades de sus mercados reales y financieros, y su sistema de gobierno de empresas; pero con una imparable tendencia hacia la *marketización* de la banca en la UE, que intensifica la influencia del mercado externo sobre las decisiones internas de asignación de recursos por parte de los bancos (Gardener *et alii*, 2001).

A ese respecto, el Pilar 3 del Nuevo Acuerdo de Basilea reconoce que la disciplina del mercado puede reforzar tanto la potenciación del capital como la supervisión, y generar incentivos en pro de la seguridad, la solvencia y la eficiencia de los bancos y los sistemas financieros (Basel Committee on Banking Supervision, 2001). El Pilar 3 complementa los requisitos de capital mínimo del Pilar 1 y el proceso de revisión de la supervisión del Pilar 2, y alienta la disciplina del mercado mediante un conjunto de recomendaciones sobre los requisitos de la información a ofrecer por las entidades, cuyos contenidos alcanzan a sus exposiciones al riesgo y a los sistemas para su gestión y diversificación. El Comité de Basilea retoma así su documento previo en pro del reforzamiento de la transparencia bancaria (*Enhancing Bank Transparency*), que analizaba los costes y beneficios de la transparencia informativa y concluía que ésta supondría beneficios tanto para las entidades, los inversores y los depositantes como para la mayor estabilidad financiera; además de un apoyo

para el funcionamiento eficaz y eficiente de los mercados de capitales (Basel Committee on Banking Supervision, 1998).

Con todo ello, la supervisión bancaria se delega paulatinamente tanto hacia el control interno de riesgos por parte de los bancos como hacia el gobierno de éstos por parte de los mercados de valores. Esto pasa por la mayor transparencia informativa de los bancos, pero también por el mayor protagonismo de los accionistas y los *stakeholders* en el uso de esa información, para orientar el gobierno de las entidades bancarias hacia la definición de estrategias y la toma de decisiones adecuadas para hacer frente a los riesgos operativos.

### III. DIVERSIDAD INSTITUCIONAL VS GOBIERNO DE EMPRESAS

---

El gobierno de empresas se ha tratado tradicionalmente desde una perspectiva jurídica, de control de los directivos, para que éstos actúen en interés de los accionistas. Desde hace unos años, sin embargo, el gobierno de empresas se ha convertido también en materia de estudio para economistas y decisores públicos. Desde el punto de vista económico, el gobierno de empresas amplía su alcance hacia la estructura institucional que contempla la toma de decisiones directivas para el gobierno de las empresas (tanto bancos como empresas no financieras). Un aspecto éste que permite apreciar la enorme diversidad de estructuras de gobierno de empresas que aún existen en las distintas economías nacionales, a pesar de la tendencia homogeneizadora introducida por la integración y la globalización de los mercados de capitales. La globalización motiva que las entidades financieras de la Europa continental, incluidos los bancos alemanes y los bancos públicos franceses, dependan de las valoraciones de la *City* de Londres, al igual que los bancos japoneses dependan de la calificación de las agencias de *rating* estadounidenses. Y ello motiva dos inevitables interrogantes: ¿Desaparecerán las idiosincrasias nacionales del gobierno de empresas por la globalización de los mercados de capitales?, y ¿tenderán los sistemas extremos de gobierno de empresas hacia un único modelo híbrido?

La respuesta a las anteriores preguntas es negativa si se considera la diversidad de modelos de propiedad y gobierno de empresas existentes en las diversas áreas regionales y los distintos países. Si la hipótesis que se puede formular es que los sistemas de gobierno de empresas dependen de las características institucionales y legales de cada país o región, la estandarización global podría alcanzar a los requisitos comunes de la

información emitida por las empresas al exterior, pero difícilmente a cuestiones de fondo como la armonización de las estructuras de gobierno internas, sobre todo cuando éstas dependen de acuerdos estatutarios. A lo cual se unen las diferencias ostensibles entre los modelos extremos, en los que la economía institucional nos permite evidenciar no sólo sistemas alternativos de gobierno de empresas, sino también su profunda imbricación con factores micro y macroeconómicos, que conforman un sistema coherente en cada economía nacional.

Uno de los modelos extremos de gobierno de empresas es el de la Europa continental y Japón, en el cual los bancos juegan un papel predominante y en el que los grandes grupos de accionistas tienen un papel activo en la gestión de las empresas, lo que permite mitigar las conductas oportunistas de los directivos. Como se puede apreciar en el cuadro núm. 1, la tenencia de acciones cotizadas por bancos y empresas no financieras alemanas y japonesas constituye el núcleo de sus respectivos modelos de gobierno corporativo. Con algunas particularidades por países que resaltan aún más el papel de los bancos, como la del consejo de supervisión de las empresas alemanas, que está constituido por los propietarios del capital (en su mayor parte, bancos) y los empleados (siguiendo el principio de la cogestión). Lo cual se une a la tradicional función que desempeñan los bancos como gestores de las carteras de los inversores individuales, para incrementar su grado efectivo de concentración en la propiedad de las empresas y su influencia sobre su gobierno y gestión. En el otro extremo, la estructura anglosajona del gobierno de empresas basa su ejercicio en el papel de la dirección, especialmente en el presidente ejecutivo. Lo que resulta coherente con la dilución de la propiedad de las acciones entre inversores individuales e institucionales en países como Estados Unidos, Reino Unido y Australia (véase el cuadro núm. 1), que explica la mayor dispersión entre los accionistas y su menor poder para controlar, mediante grupos concretos, las actuaciones directivas.

El primer modelo, de Europa continental y Japón es, así, de control «interno» —*insider* (Franks y Mayer, 1992)—, y se caracteriza por un número relativamente reducido de empresas cotizadas, unos mercados de capitales con limitada liquidez para permitir intercambios frecuentes de propiedad y control, y una elevada concentración del accionariado en manos de corporaciones, instituciones, familias o gobiernos. Su sistema legal y regulatorio, por otra parte, es más permisivo con los grupos de accionistas que disponen de información privilegiada (*insiders*), lo que permite muchas veces su actuación coordinada para supervisar y orientar la dirección de las empresas en detrimento de los inversores minoritarios. Esto se traduce en una menor tras-

CUADRO NÚM. 1

**DISTRIBUCIÓN DEL CAPITAL EN CIRCULACIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ENTRE  
DIFERENTES CATEGORÍAS DE ACCIONISTAS EN LOS PAÍSES SELECCIONADOS DE LA OCDE  
(En porcentaje, al final del año 1996)**

	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN (a)	ALEMANIA	FRANCIA	REINO UNIDO (b)	SUECIA	AUSTRALIA (c)
Sector financiero .....	46	42	30	30	68	30	37
Bancos .....	6	15	10	7	1	1	3
Empresas de seguros y fondos de pensiones .....	28	12	12	9	50	14	25
Fondos de inversión .....	12	—	8	11	8	15	—
Otras entidades financieras .....	1	15 (a)	—	3	9	—	9 (c)
Empresas no financieras .....	—	27	42	19	1	11	11
Administraciones públicas .....	—	1	4	2	1	8	—
Familias .....	49	20	15	23	21	19	20
Resto del mundo .....	5	11	9	25	9	32	32
<b>Total .....</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

(a) Para Japón, los «fondos de pensiones y de inversión» están incluidos en «otras entidades financieras».

(b) Los datos de Reino Unido son de final de 1994.

(c) Los datos de Australia son de final de septiembre de 1996. Los «fondos de inversión» están incluidos en «otras entidades financieras».

Fuente: OCDE *Financial Accounts*, Conferencia sobre *International Patterns of Institutional Investment* (Nueva York, 1997), Banco de Francia, G. P. STAPLETON: *Ownership of the Australian Share Market and Implications for Securities Regulation* (en prensa), y estimaciones de la Secretaría de la OCDE.

endencia de los problemas de agencia entre accionistas y dirección, que se ve fomentada por una menor institucionalización de la riqueza que en los países de habla inglesa. Hasta hace relativamente poco tiempo, no ha existido en este modelo ninguna categoría de inversores comparables a los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las compañías de seguros de Estados Unidos y el Reino Unido. E incluso cuando existen su actuación se ve restringida por limitaciones legales a la proporción de sus patrimonios que pueden invertir en acciones (Nestor y Thompson, 2000).

El modelo anglosajón, por el contrario, basa el control de las empresas en el mercado, y de ahí su consideración de «externo» —*outsider* (Franks y Mayer, 1992). Se caracteriza además, por un enfoque legal y regulador que favorece la actuación disciplinaria de los mercados de valores y por un diseño que pretende inspirar confianza incluso entre los inversores individuales con limitadas posibilidades para controlar. El marco legislativo apoya claramente el derecho de los accionistas para controlar a la empresa y hace que el Consejo y la Dirección presenten una información explícita y veraz a los accionistas. Es propio de economías con un gran número de empresas cotizadas, con mercados de capitales muy líquidos que facilitan intercambios frecuentes de propiedad y control, y en los que existe una escasa concentración del accionariado. En este modelo, además, y pese a que la propiedad del capital de las empresas la ostentan tradicionalmente los individuos, está generalizado el fenómeno de la institucionalización de la riqueza, que motiva el que una elevada proporción de las rentas esté gestionada por inversores institucionales.

Es obvio que cada modelo de gobierno de empresas tiene sus ventajas e inconvenientes, y que debe evaluarse a la luz del marco legal e institucional de cada país. Las leyes que regulan las empresas y los activos financieros que éstas emiten juegan un papel importante en la explicación de las divergencias entre los sistemas de propiedad y control. Al igual que lo hace la distinción entre el creciente recurso de las empresas a financiarse en los mercados de capitales y la posibilidad efectiva de que estos mercados sirvan para monitorizar a las empresas. El mero hecho de que una gran empresa consiga sus recursos financieros cada vez más en los mercados de valores, en detrimento de la deuda bancaria, no significa necesariamente la implantación automática de una estructura de gobierno de empresas basada en los mercados.

El cuadro núm. 2 aporta algunos datos sobre el hecho de que el peso de los mercados de valores en las economías nacionales no explica, por sí mismo, las características de su gobierno de empresas; aunque esté generalmente admitido que la mayor capitalización bursátil, el mayor número de empresas cotizadas y la menor concentración de las empresas de mayor capitalización contribuyen, al menos en teoría, a la eficiencia de los mercados y del gobierno de las empresas. Estados Unidos y el Reino Unido ofrecen evidencias sobre ese hecho, partiendo de las notas comunes del elevado peso de sus mercados de valores sobre el PIB, de la capitalización de sus mercados de acciones y de deuda, y del número total de sus empresas cotizadas. Sin embargo, la concentración de sus empresas de mayor capitalización es diferente, y el dato de Estados Unidos es bastante más parecido a la concentra-

ción de Japón que a la del Reino Unido. Por otra parte, el mercado de valores de Japón representa un mayor porcentaje de su PIB que el de Alemania, pero el valor de mercado de sus empresas de mayor capitalización es menor que en el mercado de valores alemán. Francia y Suecia tienen unos mercados de valores importantes, pero demasiado concentrados en sus empresas de mayor capitalización; mientras que otros mercados de valores, como el español, parecen más importantes por el número de empresas cotizadas que lo que realmente son según el resto de indicadores de mercado.

Los fundamentos del marco jurídico de cada país parecen estar también detrás de las diferencias entre los modelos alternativos de gobierno de empresas. A ese respecto, la distinción entre países con «ley civil» y con «ley común» justificaría enfoques más reglamentistas o más prácticos, respectivamente, en dichos modelos de gobierno. En el primer caso, propio de países como Francia, España, Alemania o los países escandinavos, las fuentes legislativas vienen dadas por las normas que legisladores y expertos desarrollan para regular los mercados. Contemplan una elevada protección de los inversores, mediante la fijación de derechos estatutarios rígidos que, en contrapartida, reducen la flexibilidad para la toma de decisiones económicas. Regular, asimismo, de forma minuciosa las

operaciones de los mercados de valores, pero con ello facilitan la concentración de la propiedad de las acciones en grandes inversores y perjudican la misma eficiencia del gobierno de las empresas. En el segundo caso, propio de los países anglosajones, la legislación sigue un enfoque práctico, basado en los usos y costumbres de los mercados de capitales. Esta «ley común» se crea por los mercados y se formaliza por los jueces, y permite una gran flexibilidad para las operaciones y contratos de las empresas (Salas, 1998). Uno y otro sistemas de creación de normas jurídicas afectan, inevitablemente, a los enfoques de los códigos de buen gobierno que se proponen en los distintos países.

Finalmente, el marco legal puede también condicionar la estructura y la concentración del accionariado, e incidir así en dos elementos clave para delimitar el papel del mercado en el ejercicio del control corporativo. Es el caso de los mecanismos que reducen el control de los accionistas mediante acuerdos de voto limitado o voto múltiple, o estructuras de los consejos que alteran la proporcionalidad de los votos de los accionistas en la Asamblea General. Estos mecanismos están demasiado extendidos entre los países europeos, ya que los derechos de voto doble o múltiple son práctica común en los países escandinavos, Francia y Holanda; los acuerdos de restricción de voto o de limi-

CUADRO NÚM. 2  
IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LAS ECONOMÍAS NACIONALES

	Valor de mercado (en porcentaje sobre el PIB) (1999)	Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (excluidos los fondos de inversión) (millones de dólares EE.UU.) (2000)	Valor de mercado de las emisiones de deuda (nacionales y extranjeras) (millones de dólares EE.UU.) (2000)	Número total de empresas con acciones cotizadas (nacionales y extranjeras) (excluidos los fondos de inversión) (2000)	Concentración del 5 por 100 de las empresas nacionales de mayor capitalización (2000)	
					5% del valor bursátil	Núm. de empresas
Alemania .....	72,08	1.270.243,20	ND	989	73,53	42
Austria .....	16,90	29.935,20	114.109,50	111	40,28	5
Bélgica .....	78,85	182.481,00	205.958,00	265	63,87	8
Dinamarca .....	60,54	111.818,50	253.760,60	235	69,09	11
España .....	77,04	504.221,90	38.018,50	1.036	74,80	51
Francia .....	111,12	1.446.634,10	731.449,60	966	78,65	40
Grecia .....	157,38	107.499,20	ND	310	53,52	15
Holanda .....	187,71	640.456,30	248.697,80	392	76,15	12
Irlanda .....	58,10	81.882,50	19.481,70	96	52,79	4
Italia .....	66,11	768.363,40	1.001.586,30	297	60,61	15
Luxemburgo .....	197,68	34.016,40	3.155.766,30	270	60,71	3
Noruega .....	41,65	65.774,00	42.171,10	215	61,25	10
Portugal .....	58,49	60.680,50	49.009,10	110	56,50	5
Reino Unido .....	198,29	2.612.230,20	1.423.663,00	2.374	81,45	96
Suecia .....	156,39	328.339,00	ND	311	70,92	15
Suiza .....	267,46	792.316,40	246.307,30	416	76,79	14
Estados Unidos (*) .....	180,78	15.214.416,20	2.147.478,40	2.862	61,11	101
Japón .....	104,74	3.157.221,80	2.548.332,00	2.096	63,95	103

(\*) La capitalización bursátil de EE.UU. incluye los mercados Amex, Nasdaq y NYSE.  
Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, 1999 y FIBV.

tación del número máximo de derechos de voto por accionista se permiten en prácticamente la mitad de los países de la UE, y las acciones sin voto existen en la mayoría de los países europeos (Davis y Lannoo, 1998).

Junto a este diverso panorama del marco legal e institucional, la literatura especializada sobre gobierno de empresas ofrece también argumentos a favor y en contra de la convergencia futura entre los modelos extremos. La convergencia hacia el modelo anglosajón se propone por quienes reconocen su mayor eficiencia en la orientación y supervisión de las decisiones empresariales y la imparable tendencia hacia la globalización de los mercados. Se apuesta por que el entorno de competitividad creciente impulse a las grandes empresas a elegir por sí mismas el mercado cuyo modelo regulador prefieran para su gobierno. En cuanto a los inversores, también se les reconoce su capacidad para diversificar internacionalmente sus carteras hacia los mercados que mejor les permitan orientar las decisiones de las empresas en las que participan. En cuanto a los argumentos en contra de la convergencia entre los modelos, son especialmente relevantes la rigidez del marco legal de cada uno de los países y las diferentes posiciones de poder que ostentan en ellos los accionistas y los *stakeholders*. Resulta, en efecto, difícil de admitir que los grupos de interés con más poder en la toma de decisiones renuncien a él sin que medien los oportunos cambios legislativos. Una cuestión, por cierto, bien conocida por los legisladores europeos que, durante los últimos 25 años, han bregado para lograr alguna armonización en los estándares de control corporativo en la Unión Europea.

Una hipótesis plausible a favor de una armonización «de mínimos» entre los diferentes modelos de gobierno de empresas es la que se deriva de la aplicación de los nuevos enfoques de los códigos de buen gobierno. Estos, en su origen y ya fuesen el Informe Cadbury en los países anglosajones o el Informe Viénot en los países latinos, establecían simplemente unos estándares de información financiera y de rendición de cuentas por los consejos. Fijaban recomendaciones y códigos de buenas prácticas, que se ajustaban a las características legales e institucionales de cada país, para garantizar los derechos de los accionistas y el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales. En la actualidad, la mayoría de los países europeos disponen ya de códigos de buen gobierno de las empresas al estilo de esos ejemplos originarios. Sin embargo, la reciente elaboración de códigos de buen gobierno empresarial por organismos supranacionales, como la OCDE, el Banco Mundial y el Banco Internacional de Pagos, ha cambiado radicalmente el panorama (como puede verse en el cuadro núm. 3). Bajo los nue-

vos enfoques, el gobierno de una empresa tiene que ver con la correcta definición de sus estrategias y la adecuada gestión de sus riesgos operativos, sean cuales sean su sector de operación y su estructura de propiedad. Un gobierno de empresas que ahora se amplía también desde los accionistas hasta los *stakeholders* o grupos sociales interesados en las actividades de las empresas. Los principios de buen gobierno deben respetar el marco legal específico de cada país, pero bajo la premisa de que el correcto funcionamiento de las empresas resulta vital para el sistema económico y social en su conjunto. Con este nuevo enfoque, el papel de los organismos reguladores de cada país se escora hacia la disciplina del mercado, cada vez más integrado y globalizado.

No obstante, los códigos de buen gobierno distan de ser la panacea que garantice el buen gobierno y los buenos resultados de las empresas. Los códigos aseguran que la toma de decisiones sigue un proceso lógico y que respeta los derechos de todos los accionistas y, según las últimas tendencias, de todos los *stakeholders*; pero nunca pueden garantizar que esas decisiones sean las más adecuadas de cara a los resultados de las empresas y su creación de valor. A ese respecto, es bien conocida la paradoja de la aplicación de los 37 principios de «buen gobierno» establecidos por CalPERS (California Public Employees' Retirement System). Un análisis realizado por *The New York Times* (3) mostraba, en primer lugar, la reticencia de las empresas a someter sus prácticas de gobierno a la propuesta del CalPERS, pero también la inexistencia de un modelo claro de relación entre el gobierno de las empresas y sus resultados. Así, Texas Instruments era una empresa virtualmente «perfecta» según el código del CalPERS y, de hecho, ofrecía resultados por encima del índice *Standard and Poor* desde 1990. Pero el contraejemplo lo ponían empresas como Walt Disney, cuyos resultados eran también espectaculares, pero que no cumplían ninguno de los principios de buen gobierno del CalPERS (John y Senbet, 1998). La conclusión no puede ser otra que la necesidad de realizar un permanente contraste empírico de los resultados efectivos de los distintos sistemas de gobierno de empresas. Precisamente, en tal sentido, en el próximo apartado se realizan diversos contrastes empíricos aplicados a las grandes empresas no financieras y los mayores bancos en la Unión Europea.

#### IV. UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA AL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA BANCA

El objeto último de este apartado es verificar, en la práctica, la posible relación existente entre la calidad del gobierno corporativo de los mayores bancos euro-

CUADRO NÚM. 3

BREVE COMPARACIÓN ENTRE LOS INFORMES CADBURY, VIÉNOT, OCDE Y COMITÉ DE BASILEA

Informe	Los aspectos financieros del gobierno de empresas (Informe Cadbury)	Recomendaciones de la comisión sobre el gobierno de empresas Dirigido por el Sr. Marc Viénot (Viénot II)	Principios de la OCDE sobre gobierno de empresas	Reforzamiento del gobierno de empresas en las organizaciones bancarias
Referencia (fecha)	<i>The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.</i> , Londres (diciembre, 1992).	<i>Association Francaise des Entreprises Privées and Mouvement des Entreprises de France</i> , París (julio 1999)	<i>Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, Ad Hoc Task Force on Corporate Governance</i> , París (abril 1999).	<i>Risk Management Group, Basel Committee on Banking Supervision</i> , Basilea (septiembre 1999).
<i>Concepto de gobierno de empresas</i>	La economía de un país depende de la marcha y eficiencia de sus empresas. Por tanto, la eficacia con la que sus consejos desarrollan sus responsabilidades determina la posición competitiva del Reino Unido. Deben tener libertad para dirigir sus empresas hacia el futuro, pero el ejercicio de esa libertad debe mantenerse dentro del marco de la obligación efectiva de rendimiento de cuentas. Eso constituye la esencia de cualquier sistema de buen gobierno de empresas.	No hay definición explícita. Se refiere a los problemas relacionados con la composición, atribuciones y formas de funcionamiento de los consejos de administración de las sociedades cotizadas. «Le Conseil d'Administration des sociétés coteées» (Viénot I) (jul. 1995).	El gobierno de empresas incluye un conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, sus consejos, sus accionistas, y otros <i>stakeholders</i> . El gobierno de empresas proporciona, a su vez, la estructura a través de la cual se plantean los objetivos de la empresa, estableciendo los medios para alcanzar tales objetivos y controlar los resultados. El buen gobierno de empresas debe proporcionar incentivos apropiados para que el Consejo y la Dirección persigan los objetivos que están en consonancia con los intereses de la empresa y los accionistas, y debe facilitar un control efectivo, forzando a las empresas a usar sus recursos de forma más eficiente.	Desde la perspectiva del sector bancario, el gobierno de empresas se refiere al modo en que las actividades de las entidades financieras son dirigidas por sus consejos de administración y sus directivos, afectando a cómo los bancos: – establecen sus objetivos empresariales (incluida la generación de rendimientos económicos para los propietarios); – desarrollan las operaciones del día a día de su negocio; – consideran los intereses de los <i>stakeholders</i> reconocidos; – alinean las actividades y los comportamientos empresariales con la esperanza de que los bancos operarán de un modo más seguro y solvente, de acuerdo con las regulaciones y la legislación aplicable; – protegen los intereses de los depositantes.
<i>Objetivo básico</i>	Las funciones de control e información del Consejo y el papel de los auditores. Tratando de clarificar las respectivas responsabilidades de los directivos, accionistas y auditores, lo que reforzará a su vez la confianza en el sistema de gobierno.	Adaptación de la legislación francesa sobre los consejos de administración a las demandas del mercado y a las necesidades de la empresa. Principios que deben inspirar constantemente tanto a los consejos como a cada uno de los administradores de las sociedades cotizadas. Para reafirmar la confianza de los suscriptores en los órganos sociales de las empresas en las que se les invita a invertir.	Los principios se centran en las empresas mercantiles privadas. Sin embargo, se considera que, por ampliación en su aplicación, pueden ser también herramientas útiles para mejorar el gobierno de las empresas no mercantiles.	Para fortalecer la importancia de los principios de la OCDE sobre los bancos, poner atención en las prácticas de gobierno de empresas sugeridas en anteriores informes del Comité, y presentar algunos nuevos aspectos relacionados con el gobierno corporativo a la consideración de los bancos y sus supervisores.

CUADRO NÚM. 3 (conclusión)

BREVE COMPARACIÓN ENTRE LOS INFORMES CADBURY, VIÉNOT, OCDE Y COMITÉ DE BASILEA

Principales principios	Resumen y recomendaciones:	(Viénot I)	I. Los derechos de los accionistas: El marco del gobierno de empresas debe proteger los derechos de los accionistas. II. El trato equitativo de los accionistas: El marco del gobierno de empresas debe asegurar el trato equitativo de todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener el rescate efectivo en el caso de violación de sus derechos. III. El papel de los <i>stakeholders</i> en el gobierno de empresas. El marco del gobierno de empresas debe reconocer los derechos de los <i>stakeholders</i> como establecidos por ley y alentar la cooperación activa entre las empresas y los <i>stakeholders</i> en la creación de riqueza, empleo y el mantenimiento de la solvencia financiera de las empresas. IV. Contenido de la información y transparencia: El marco del gobierno de empresas debe asegurar que se ofrece información exacta y a tiempo sobre todas las materias relacionadas con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la propiedad y el gobierno de la compañía. V. La responsabilidad del Consejo: El marco del gobierno de empresas debe asegurar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la Dirección por el Consejo, y un sistema de rendición de cuentas del Consejo ante la empresa y los accionistas.	I. Introducción. II. Gobierno de empresas bancarias. III. Prácticas de buen gobierno: – Establecer objetivos estratégicos y un conjunto de valores empresariales que se comunican a través de la organización bancaria. – Asentar y reforzar líneas claras de responsabilidad y contabilidad a través de la organización. – Asegurarse de que los miembros del Consejo están cualificados para sus puestos, tienen un claro conocimiento de cuál es su papel en el gobierno de la empresa y no están sujetos a influencias ilícitas de la dirección o de agentes externos. – Asegurarse de que la dirección lleva a cabo una vigilancia apropiada. – Usar efectivamente el trabajo guiado por auditores externos e internos, en reconocimiento de la importante función de control que ellos proporcionan. – Asegurarse de que los sistemas de remuneración son consistentes con los valores éticos del banco, sus objetivos, estrategia y sistema de control. – Llevar a cabo un gobierno de la empresa transparente. IV. Asegurar un entorno favorable a un buen gobierno de la empresa. V. El papel de los supervisores.
	<p>1. Aceptación y obediencia del código de buen gobierno.</p> <p>2. Mantenimiento de un código actualizado.</p> <p>3. Contratos de servicios de los directivos.</p> <p>4. Información interna.</p> <p>5. Refuerzo de la objetividad percibida de la auditoría.</p> <p>6. Refuerzo de la efectividad de la auditoría.</p> <p>7. Votos de los inversores institucionales.</p> <p>8. Delegación de trabajos.</p> <p>9. Comisión de nombramientos.</p> <p>El código de buen gobierno:</p> <p>1. El Consejo de Administración.</p> <p>2. Directivos no ejecutivos.</p> <p>3. Directivos ejecutivos.</p> <p>4. Información y control.</p>	<p>(Viénot I)</p> <p>I. Directivos.</p> <p>II. Funcionamiento del Consejo de Administración.</p> <p>III. Funcionamiento de las comisiones del Consejo.</p> <p>IV. Contenido de la información financiera.</p> <p>V. La junta de accionistas.</p> <p>VI. Implementación de las recomendaciones.</p> <p>(Viénot II)</p> <p>I. Separación de los cargos de Presidente y Director General.</p> <p>II. Información sobre las retribuciones de los directivos de las empresas cotizadas.</p> <p>III. Información sobre los planes de opciones sobre acciones y compra de acciones en las empresas cotizadas.</p>		

Fuente: Elaboración propia a partir de los distintos informes de referencia.

peos y sus resultados. El gobierno corporativo proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de las empresas, los medios para alcanzar tales objetivos y la supervisión de los resultados. El buen gobierno de las empresas debe proporcionar incentivos adecuados para que el Consejo y la Dirección persigan objetivos coincidentes con los intereses de la empresa y los accionistas, al tiempo de facilitar una supervisión eficaz que anime a las empresas a utilizar sus recursos más eficientemente. De lo que cabe deducir un impacto favorable del buen gobierno corporativo sobre los resultados de los bancos.

El objetivo general que se pretende es, sin embargo, demasiado ambicioso, considerando la información disponible sobre el gobierno de las empresas y el relativamente breve período de tiempo transcurrido desde que algunas organizaciones hayan adoptado códigos de buen gobierno en algunos países (no es el caso del Reino Unido, donde existe el Informe Cadbury desde 1992). De ahí que este estudio sea tan sólo un análisis exploratorio inicial, que trata de aproximarse a la práctica del gobierno de las empresas con dos objetivos más operativos: primero, y mediante el uso de datos agregados de países europeos, se pretende encontrar algunas relaciones entre las características económicas de sus mercados de valores y la calidad del gobierno corporativo de las empresas que radican en ellos; y segundo, a través de datos individuales de grandes bancos europeos, se intenta dilucidar si el efecto país es significativo para determinar la calidad de su gobierno corporativo, y si ésta, a su vez, explica la *performance* de esos grandes bancos.

## 1. La calidad del gobierno de empresas en algunos países europeos

El primer análisis descriptivo que se realiza trata de identificar diferentes comportamientos del gobierno de las grandes empresas en una muestra de países europeos. La hipótesis que se trata de verificar es la existencia de alguna relación entre el peso de los mercados de valores en las economías nacionales y la calidad del gobierno corporativo de sus empresas. Para ello, se recurre a sendas bases de datos, como son International Financial Statistics (IMF), e International Federation of Stock Exchanges (FIBV), y a los *rankings* anuales sobre *corporate governance* realizados por la firma consultora Heidrick & Struggles para los años 1999-2001.

Las dos primeras fuentes suministran información de todos los mercados de valores en un ámbito internacional comparado, en tanto que los estudios anuales sobre *corporate governance* proporcionan un *ranking*

comparativo de la calidad del gobierno de las empresas europeas, basado en un análisis de la prácticas de gobierno de las primeras 298 empresas de 10 países europeos, en 1999, y las 350 mayores empresas de 14 países europeos, en 2001 (4). Estos estudios se basan en información pública emitida por las propias empresas, principalmente sus informes anuales, así como en la información proporcionada por los departamentos de relación con los inversores de aquéllas. Muestran así la información que las empresas eligen ofrecer a sus inversores sobre los aspectos clave de su gobierno corporativo. De tal forma que los contenidos y niveles de esa información, medidos por estos estudios, constituyen indicadores efectivos del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno por parte de cada empresa. En los informes se califica individualmente la calidad del gobierno corporativo de cada empresa mediante criterios que se relacionan con tres manifestaciones primordiales de dicho gobierno:

1) El estilo de trabajo del Consejo, incluida su estructura (de un solo nivel o de dos niveles), y el número de comisiones delegadas del Consejo (auditoría, remuneración y/o nombramientos).

2) La composición del Consejo, considerando también la proporción de directivos no ejecutivos y la presencia de extranjeros.

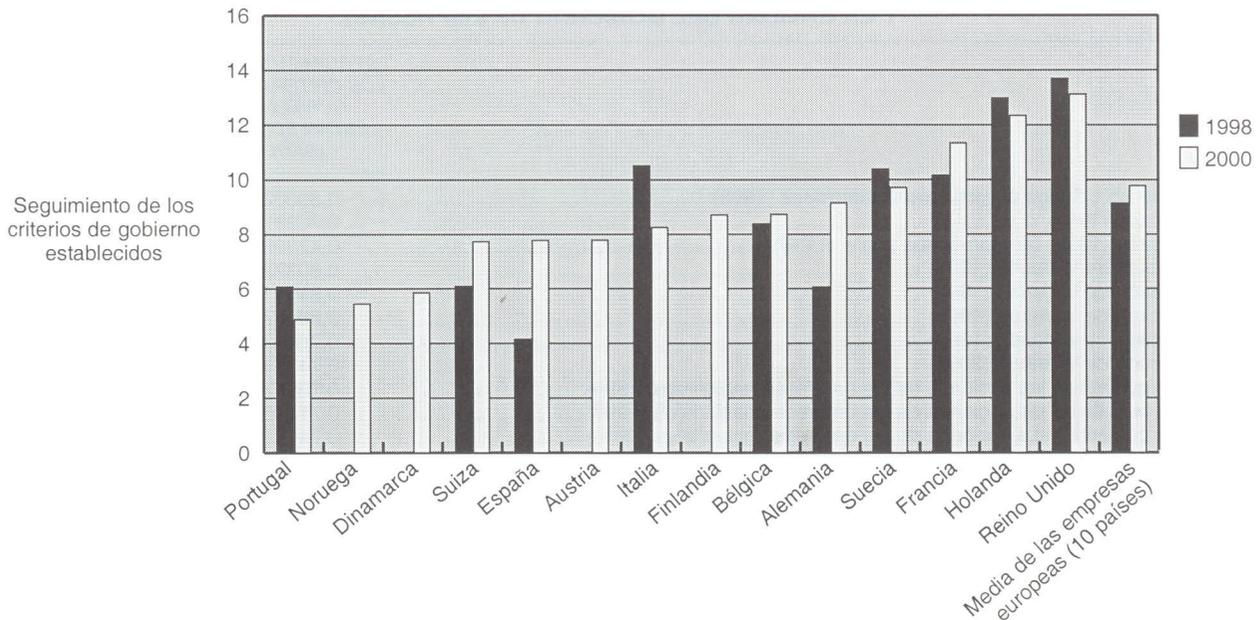
3) Los contenidos y niveles de la información que se proporcionan teniendo en cuenta la posible publicación por la empresa de cuestiones tales como: las edades de los directivos, el tiempo en el ejercicio de sus cargos, otros puestos desempeñados por el primer ejecutivo, otros puestos de los restantes miembros del Consejo, la composición del accionariado de la empresa, las remuneraciones y la lista detallada de los miembros de las comisiones del Consejo.

La calificación que se otorga en el *ranking* oscila entre 1 y 16, con un valor medio para los países europeos considerados de 9,78 en 2001, que representa una clara mejora respecto del valor de dicha media (9,13) en 1999 (gráfico 1). En ese período de dos años, los consejos de las empresas europeas han reducido su tamaño medio en un miembro, la frecuencia de sus reuniones ha aumentado un 18 por 100, su porcentaje de consejeros independientes ha pasado del 37 al 43 por 100 sobre el total de miembros del Consejo, y se ha generalizado el uso de comisiones delegadas del Consejo. Las comisiones de remuneración, por ejemplo, ya existen en un 62 por 100 de las empresas europeas consideradas, mientras que en el estudio de 1999 tan sólo existían en un 39 por 100 de tales empresas.

Estos estudios también permiten identificar tres grupos de países en materia de gobierno corporativo:

GRÁFICO 1

## CALIFICACIONES DEL GOBIERNO CORPORATIVO, POR PAÍSES



Fuente: Heidrick & Struggles International (1999-2001).

1) Países en los que resulta necesaria una transformación de largo alcance, especialmente Dinamarca, Noruega y Portugal, y en menor medida, Austria, España y Suiza. Portugal, España y Suiza ya se incluían en este grupo en 1999, si bien España experimentó en 2001 una importante mejora en su calificación.

2) Países cercanos a la media europea, que alcanzan algunos pero no todos los estándares. Se incluyen en este grupo Bélgica, Finlandia, Alemania, Italia y Suecia. Es de destacar la inclusión de Alemania en este grupo intermedio, ya que antes era un país con una baja calificación en los resultados del gobierno de sus empresas; como Finlandia, que es el país que presenta los mejores resultados de entre los recién incorporados al estudio del último año.

3) Países que ofrecen buenos resultados en la totalidad de los indicadores evaluados; grupo en el que se mantienen el Reino Unido y Holanda como países con las mejores calificaciones. Resulta especialmente significativa la reducción de la distancia entre el primer país y los países que ocupan posiciones intermedias, como en el caso de Francia, que se ha unido al grupo de los países que ocupan los mejores puestos según el resultado del gobierno de sus empresas.

La mayoría de los países caracterizados en el estudio de gobierno corporativo de 1999 registran alguna mejora en el estudio de 2001. De forma coherente con

ello, y con la excepción de Portugal, la mayor calificación media europea es el resultado de una elevación generalizada en los estándares del gobierno corporativo de sus empresas. Se detecta también una menor variación entre los países del grupo intermedio, lo que indica una tendencia hacia la mayor armonización de las prácticas de gobierno corporativo. Finalmente, es de destacar que las diferencias entre empresas en general son mayores que las que ofrecen entre sí las empresas de cada país, así como el hecho de que las mejores prácticas de gobierno corporativo no se derivan automáticamente del tamaño de las empresas, sino más bien de las posibilidades de internacionalización de su capital, que les permiten su mayor dimensión y el acceso a mercados de capitales foráneos.

La metodología que se aplica en nuestro análisis empírico se basa en la estimación de varias regresiones simples entre las seis variables consideradas, una vez calculada la correlación entre ellas (cuadro número 4). Cinco de las variables miden el peso de los mercados de valores en los países seleccionados: 1) capitalización de los mercados de valores; 2) capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (excluidos los fondos de inversión); 3) valor de mercado de la deuda emitida (nacional y extranjera); 4) número total de empresas con acciones cotizadas (nacionales y extranjeras-excluidos los fondos de inversión—), y 5) grado de concentración del 5 por 100 de las empresas con mayor capitalización (medida por la

CUADRO NÚM. 4  
**MATRIZ DE CORRELACIONES**  
**(RELACIÓN ENTRE LA IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS DE VALORES**  
**Y LA CALIDAD DEL GOBIERNO DE EMPRESAS)**

	SEGUIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE GOBIERNO ESTABLECIDOS (2000)	SEGUIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE GOBIERNO ESTABLECIDOS (1998)
Seguimiento de los criterios de gobierno establecidos (1998) .....	0,893028	1
Valor del mercado (1999) .....	0,762874	0,695849
Valor del mercado (1999) (en porcentaje sobre el PIB) .....	0,429963	0,372047
Valor del mercado de la deuda (1996) .....	0,803725	0,76487
Valor del mercado de la deuda (1997) .....	0,819419	0,779594
Valor del mercado de la deuda (1998) .....	0,809673	0,781138
Valor del mercado de la deuda (1999) .....	0,788936	0,774995
Valor del mercado de la deuda (2000) .....	0,741143	0,729144
Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (1996) .....	0,729576	0,68142
Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (1997) .....	0,714461	0,667408
Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (1998) .....	0,741612	0,680378
Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (1999) .....	0,762037	0,695716
Capitalización bursátil de las acciones de las empresas nacionales (2000) .....	0,749756	0,659278
Número total de empresas con acciones cotizadas (1996) .....	0,665027	0,641383
Número total de empresas con acciones cotizadas (1997) .....	0,670969	0,636783
Número total de empresas con acciones cotizadas (1998) .....	0,693296	0,631068
Número total de empresas con acciones cotizadas (1999) .....	0,673181	0,570158
Número total de empresas con acciones cotizadas (2000) .....	0,630153	0,485063
Valor de mercado del 5% de las empresas nacionales de mayor capitalización (1999) .....	0,62821	0,279601
Concentración del 5% de las empresas de mayor capitalización (núm. empresas) (1999) .....	0,619242	0,490476
Valor de mercado del 5% de las empresas nacionales de mayor capitalización (2000) .....	0,770407	0,468503
Concentración del 5% de las empresas de mayor capitalización (núm. empresas) (2000) .....	0,565824	0,393283

Fuente: Estimaciones propias a partir del FMI, FIBV, y Heidrick & Struggles International.

capitalización y por el número de empresas). En cuanto a la variable restante, mide la calidad del gobierno corporativo en los países europeos de la muestra, y se corresponde con la calificación obtenida en el *ranking* de Heidrick & Struggles.

El período de tiempo considerado abarca desde 1996 hasta 2000 (aunque no para todas las variables), y la muestra de países europeos comprende los 13 siguientes: Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y el Reino Unido. En todos ellos, por otra parte, existe código de buen gobierno de las empresas, excepto en Noruega y Suiza.

Los gráficos comprendidos entre el 2 y el 5 visualizan los resultados de este análisis descriptivo del gobierno de las empresas europeas. De ellos se pueden extraer las siguientes percepciones:

1) En general, se observa una relación positiva entre el peso que alcanza el mercado de valores en un país concreto y la calidad del gobierno de sus empresas. A este respecto, sin embargo, el grado de concentración de los mercados muestra un elevado porcentaje de capitalización polarizado en un número

reducido de empresas, lo que podría interpretarse como una restricción a su eficiencia. Pese a ello, y en términos de gobierno de empresas, cabe también otra interpretación plausible, como es la de que el alto grado de concentración del mercado se deba a la gran dimensión de las mayores empresas cotizadas. De ser este el caso, serían las empresas de mayor tamaño, fuertemente internacionalizadas en su capital, las que alcanzarían la mejor calificación de su gobierno corporativo.

2) Los grupos de países que se distinguían en el estudio de partida, que utilizaba indicadores de gobierno corporativo, se siguen manteniendo, en general, con base en sus respectivos indicadores de mercado (excepto para la variable de concentración). De forma que:

a) Portugal, Noruega y Dinamarca evidencian la peor calidad del gobierno de sus empresas, así como el menor peso de sus mercados.

b) Austria, España y Suiza presentan una baja puntuación en el gobierno de sus empresas, que es acorde con el peso relativamente reducido de sus mercados.

GRÁFICO 2

**RELACIÓN ENTRE IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES Y ADECUACIÓN A LOS CRITERIOS DE GOBIERNO ESTABLECIDOS**

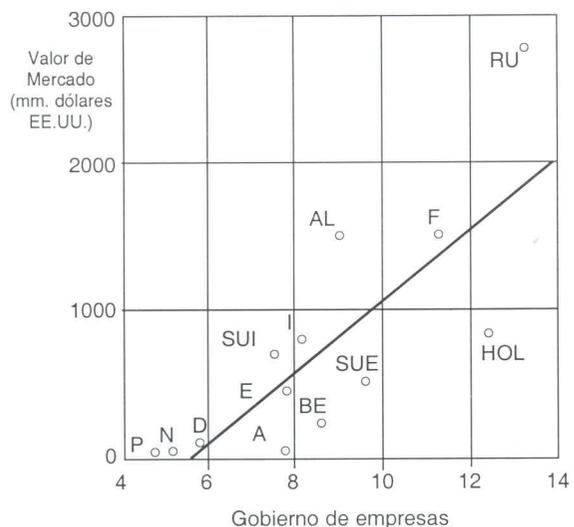


GRÁFICO 3

**RELACIÓN ENTRE VALOR DE MERCADO DE LA DEUDA Y ADECUACIÓN A LOS CRITERIOS DE GOBIERNO ESTABLECIDOS**

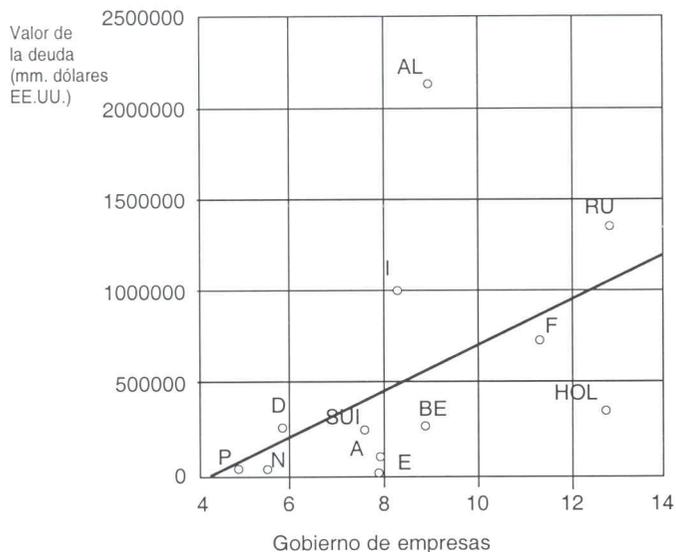


GRÁFICO 4

**RELACIÓN ENTRE EL NÚMERO TOTAL DE EMPRESAS COTIZADAS Y LA ADECUACIÓN A LOS CRITERIOS DE GOBIERNO DE EMPRESAS ESTABLECIDOS**

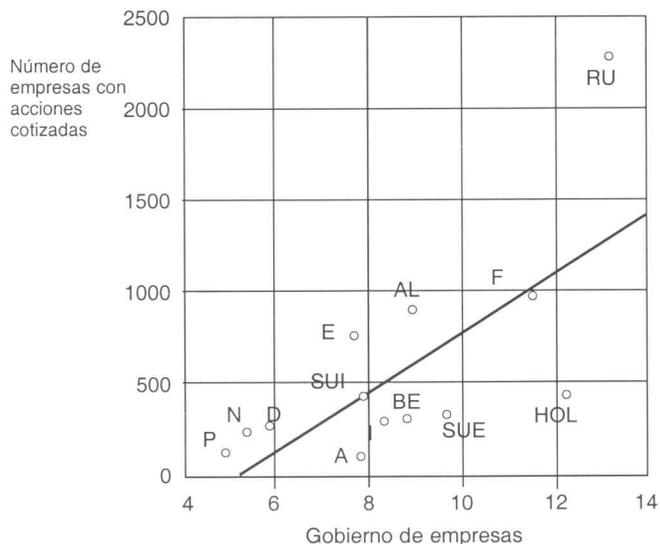
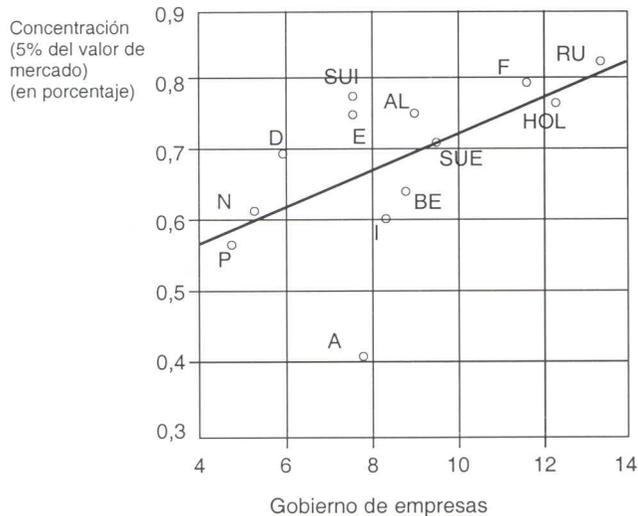


GRÁFICO 5

**RELACIÓN ENTRE LOS VALORES DE MERCADO DEL 5% DE LAS EMPRESAS NACIONALES DE MAYOR CAPITALIZACIÓN Y LA ADECUACIÓN A LOS CRITERIOS DE GOBIERNO DE EMPRESAS ESTABLECIDOS**



Austria = A; Bélgica = BE; Dinamarca = D; Francia = F; Alemania = AL; Italia = I; Holanda = HOL; Noruega = N; Portugal = P; España = E; Suecia = SUE; Suiza = SUI; Reino Unido = RU.

Fuente: Estimaciones propias, a partir de FMI, FIBV y Heidrick & Struggles International.

c) Alemania, Francia, Italia, Suecia y Bélgica tienen una puntuación cercana a la media en la calidad del gobierno de sus empresas, al igual que sucede en sus indicadores de mercado, al menos en aquellos que sintetizan la perspectiva de los accionistas, como son la capitalización y el número total de empresas cotizadas.

3) Los dos países que evidencian la mejor calidad en el gobierno de sus empresas —Reino Unido y Holanda— presentan diferentes comportamientos según sus indicadores de mercado. En el Reino Unido, el buen gobierno de las empresas se relaciona, de la forma ya mencionada en el punto anterior, con el elevado tamaño de su mercado de capitales. En Holanda, sin embargo, las empresas están bien gobernadas «a pesar de» la relativa menor importancia de su mercado de valores. A este respecto, las variables potencialmente explicativas pueden ser: la vigencia del Informe y Recomendaciones Peters, desde 1997; la gran dimensión de las empresas holandesas seleccionadas, y la existencia de un pujante sector de inversores institucionales compuesto por fundaciones que, por la vía de sus participaciones directas y permanentes en empresas no cotizadas, pueden inducir prácticas de buen gobierno también en las cotizadas.

4) La elevada correlación existente entre la concentración de los mercados y la calidad del gobierno de las empresas en cada país (excepto en Austria) sugiere, una vez más, que la mayor dimensión empresarial y la mayor internacionalización de su capital que ésta permite se relacionan con las buenas prácticas de gobierno corporativo.

5) Los dos países que no disponen de códigos de buen gobierno de empresas se sitúan en el grupo de países cuyas empresas tienen los peores resultados en materia de gobierno corporativo. Esta circunstancia se acentúa particularmente en Noruega, que evidencia las puntuaciones más bajas en sus indicadores de mercado de entre todos los países de la muestra.

## 2. La calidad del gobierno corporativo y la *performance* de los principales grandes bancos europeos

Después del análisis con datos agregados y por países europeos, se recurre ahora a los datos individuales de grandes bancos europeos para tratar de verificar la posible relación existente entre la calidad del gobierno corporativo de esas entidades y sus resultados. La muestra de bancos está formada por los 39 mayores bancos europeos según su capitalización bursátil (cuadro núm. 5), de los 13 siguientes países: Bélgica (2), Dinamarca (1), Francia (3), Alemania (4), Gre-

cia (2), Irlanda (2), Italia (9), Holanda (1), Portugal (1), España (2), Suecia (3), Suiza (1), y Reino Unido (8). La *base de datos*, que condiciona el tamaño y cobertura de la muestra, está constituida por los informes anuales sobre *corporate governance ratings* elaborados para el período 1998-2000 por la firma consultora Deminor Rating (primera firma europea de *rating* en proporcionar tanto investigaciones sobre gobierno corporativo como calificaciones basadas en éste para las empresas cotizadas). En cuanto a los datos económico-financieros relativos a los bancos, se han extraído, según los casos, tanto de bases de datos de publicaciones como *Financial Times* (Worldscope/Extel Database), *Forbes* y *European Banker* como de los informes anuales de las propias entidades bancarias.

La información de Deminor Rating se elabora mediante un estudio independiente, fiable y comparado, de las prácticas de gobierno corporativo de 300 empresas (39 de las cuales son bancos) pertenecientes a 17 países europeos. Tres de las cuatro calificaciones que se otorgan a cada empresa constituyen información pública («derechos y obligaciones de los accionistas», «clases de medidas defensivas contra adquisiciones externas» e «información sobre el gobierno de la empresa»). La cuarta calificación tiene carácter confidencial, y se refiere a la «estructura y funcionamiento del Consejo». Cada criterio de calificación se puntúa entre 1 y 5, previo análisis de una matriz de datos compuesta por más de 300 indicadores del gobierno de las empresas, extraídos de la información hecha pública por éstas. Esta matriz ha sido desarrollada y actualizada permanentemente desde 1993 por Deminor Rating, en colaboración con grandes inversores institucionales que se consideran líderes de opinión en esta materia.

La *metodología* empleada para el análisis exploratorio que se realiza sobre los anteriores datos se basa en el análisis *cluster* y en varios modelos de regresión. En el primer caso, un análisis *cluster* jerárquico, las variables consideradas son los tres criterios de calificación del gobierno de empresas de Deminor Rating, junto con dos variables «ficticias» que miden el sector de actividad y el país de radicación de cada empresa. El principal objetivo de este análisis *cluster* es identificar grupos de empresas que ofrezcan un comportamiento similar en su gobierno corporativo. En un primer análisis *cluster*, referido a 300 empresas (bancos y no bancos) europeas caracterizadas sobre la base de las cinco variables mencionadas, se ha podido evidenciar un comportamiento similar entre los bancos y el resto de empresas no financieras; y de ahí una primera conclusión sobre la escasa incidencia que parece mostrar el sector de operación sobre la calidad del gobierno corporativo de las grandes empresas europeas.

CUADRO NÚM. 5

LOS PRIMEROS 39 BANCOS EUROPEOS SEGÚN EL RATING DE GOBIERNO CORPORATIVO, 2000

N.º	Entidad bancaria	País	Derechos y obligaciones de accionistas	Clases de medidas defensivas contra adquisiciones externas	Información sobre el gobierno de la empresa	Variable proxy del «buen» gobierno de empresas	Capitalización bursátil (2000) (miles millones de euros)
1	Allied Irish Banks .....	Irlanda	4	5	5	14	11.160
2	HSBC Hids .....	Reino Unido	4	5	5	14	152.733
3	Bank of IRE .....	Irlanda	4	5	4	13	9.675
4	Lloyds TSB Group .....	Reino Unido	4	4	5	13	56.366
5	Royal Bank of Scotland Group.....	Reino Unido	2	5	5	12	63.400
6	Barclays .....	Reino Unido	3	4	5	12	53.281
7	BNP-Paribas .....	Francia	4	3	4	11	41.401
8	Deutsche Bank .....	Alemania	4	4	3	11	54.799
9	Dresdner Bank .....	Alemania	4	4	3	11	25.646
10	Banca Nazionale del Lavoro .....	Italia	4	4	3	11	6.778
11	Bipop-Carire .....	Italia	4	4	3	11	14.200
12	UBS .....	Suiza	4	5	2	11	74.824
13	Bank of Scotland .....	Reino Unido	1	5	5	11	14.618
14	Standard Chartered .....	Reino Unido	2	4	5	11	17.398
15	Halifax Group .....	Reino Unido	4	3	4	11	22.774
16	Commerzbank .....	Alemania	4	4	2	10	16.228
17	San Paolo-IMI .....	Italia	4	3	3	10	23.564
18	Foreningssparbanken .....	Suecia	4	5	1	10	3.958
19	Société Générale .....	Francia	2	3	4	9	27.178
20	Bayerische Hypo- und Vereinsbank ...	Alemania	4	3	2	9	22.685
21	Banca di Roma .....	Italia	4	3	2	9	6.606
22	Alliance & Leicester .....	Reino Unido	2	2	5	9	5.452
23	Den Danske Bank .....	Dinamarca	4	3	2	8	14.246
24	Credit Lyonnais .....	Francia	4	1	3	8	12.700
25	Banca Intesa .....	Italia	3	2	3	8	25.315
26	KBC .....	Bélgica	3	1	3	7	14.096
27	Uni Credito Italiano .....	Italia	2	2	3	7	27.964
28	Banca Fideuram .....	Italia	4	1	2	7	13.966
29	Rolo Banca .....	Italia	4	1	2	7	9.480
30	SEB .....	Suecia	2	4	1	7	8.137
31	Alpha Bank .....	Grecia	4	1	ND	6	5.948
32	Banca Monte Dei Paschi di Siena ....	Italia	4	1	1	6	9.420
33	Dexia .....	Bélgica	3	1	1	5	18.464
34	Commercial Bank of Grecia .....	Grecia	3	1	ND	5	4.361
35	ABN Amro Hids .....	Holanda	2	1	2	5	37.785
36	Banco Comercial Portugues .....	Portugal	1	2	1	4	11.645
37	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria .....	España	1	1	2	4	50.654
38	Banco Santander Central Hispano ...	España	1	1	2	4	46.735
39	Svenska Handelsbanken .....	Suecia	2	1	1	4	12.053

Fuentes: Deminor Ratings, 2000; European Banker e informes anuales de los bancos europeos seleccionados.

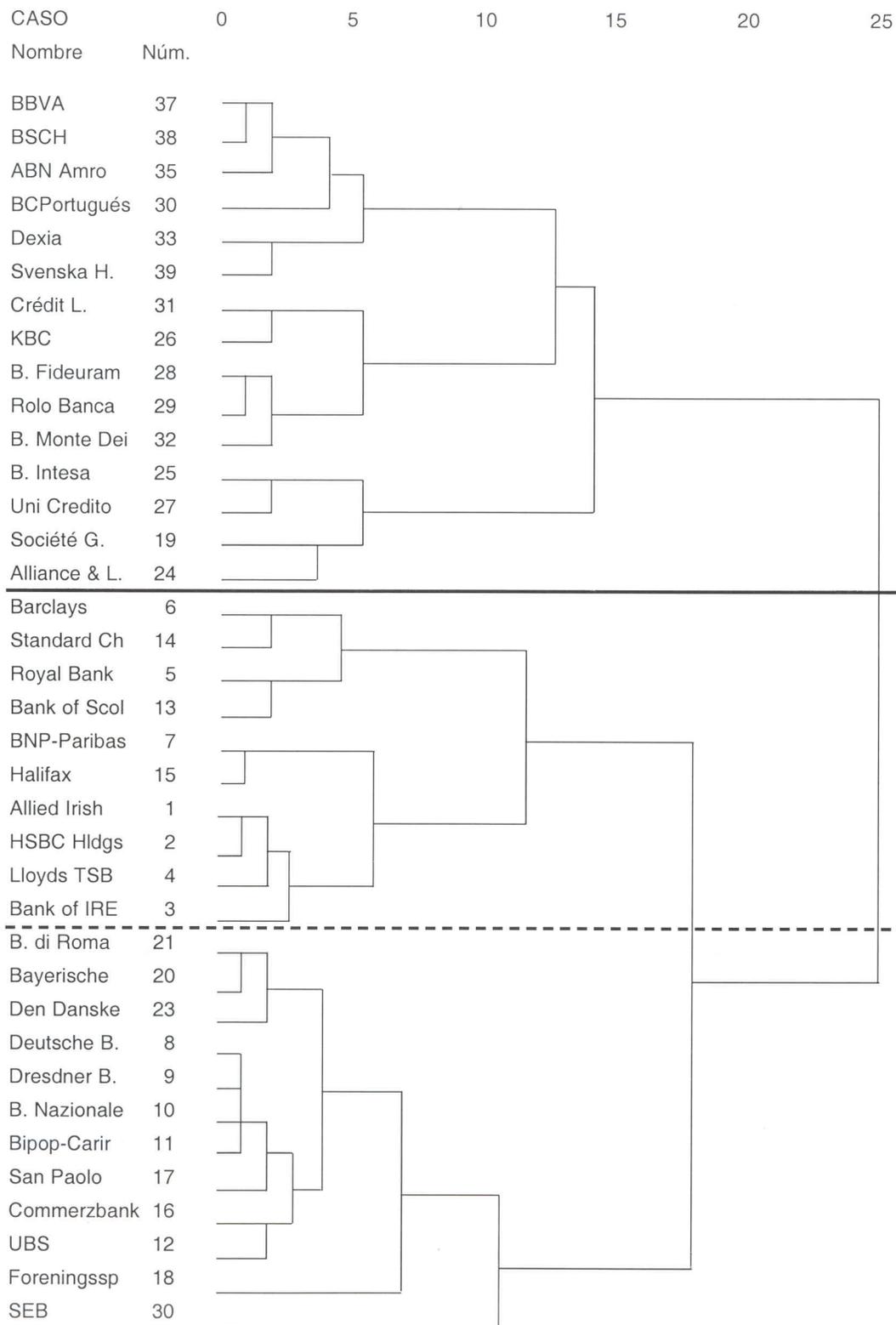
El análisis se ha centrado, en consecuencia, en los bancos europeos, utilizando las mismas variables de calificación de Deminor Rating, junto con la variable «ficticia» de país. Esas variables de gobierno corporativo, son las que se habían denominado: «derechos y obligaciones de los accionistas», «clases de medidas defensivas contra adquisiciones externas» e «información sobre el gobierno de la empresa». El análisis *cluster* aplicado se basa en el método de distancias medias intergrupos y en un número de conglomerados fijado opináticamente en 6, una vez considerados los resultados y coeficientes del historial del *clustering*. El gráfico 6 visualiza los resultados de ese análisis mediante el dendrograma construido sobre dichas distancias

medias del análisis *cluster*. Estos resultados evidencian que existe una potencial incidencia del país de radicación sobre la calidad del gobierno corporativo de los grandes bancos europeos. Esta incidencia del país, de acuerdo con lo expuesto anteriormente, estaría relacionada con la regulación, el peso del mercado de capitales y la existencia de código de buen gobierno corporativo.

La interpretación del *cluster* depende del grado de homogeneidad que se considere en las distintas agrupaciones. Con un nivel muy bajo de homogeneidad (que se ha estandarizado en 25 iteraciones), todos los bancos son «similares». Por el contrario, si el nivel de

GRÁFICO 6

**CLUSTER JERÁRQUICO DE LOS MAYORES BANCOS EUROPEOS  
DENDROGRAMA BASADO EN LA DISTANCIA MEDIA INTER-GRUPOS**



Fuente: Estimaciones propias, a partir de Deminor Ratings 2000.

homogeneidad que se aplica es relativamente alto, surgen agrupaciones de interés con caracteres específicos. Empezando desde arriba en el gráfico 6, esas características homogéneas se concretan en las siguientes:

**C1:** Son los 15 bancos con una calidad de gobierno corporativo por debajo de la media de la muestra total. Este grupo incluye todos los bancos de España (2), Holanda (1), Portugal (1) y Bélgica (2). También, la mayoría de los bancos italianos (5 de 9) y franceses (2 de 3), además de un banco sueco y otro británico. Si se recuerdan las calificaciones del gobierno de empresas por países, los bajos resultados del gobierno corporativo de los bancos latinos resulta coherente con los también bajos resultados de sus empresas no financieras, con el relativamente reducido peso de sus mercados de capitales y con el menor tamaño relativo de sus grandes empresas. Los bancos belgas, holandeses, suecos y británicos incluidos en este grupo muestran, por el contrario, que la calidad de su gobierno corporativo no depende sólo de los factores favorables del país de radicación, sino, en buena medida, de las propias características de cada entidad (5).

**C2:** Comprende los 10 bancos que alcanzan la mejor calificación de su gobierno corporativo, y que están en todos los casos por encima de la media de la muestra total. Incluye todos los bancos británicos (excepto uno), el banco irlandés y un banco francés. Lo que también confirma que la calidad del gobierno corporativo de las empresas de un país se relaciona con las características legales, institucionales y de los mercados de ese país. Los casos de Reino Unido e Irlanda ofrecen los mejores resultados del gobierno de sus empresas, lo que está en consonancia con los altos niveles de todos los indicadores de sus mercados financieros.

**C3:** Está integrado por los 12 bancos con una calidad de su gobierno corporativo cercana a la media de la muestra total. Incluye todos los bancos alemanes (4), el banco suizo y el danés, así como la mayoría de los bancos suecos (2 de 3) y los 4 restantes bancos italianos. Este grupo también confirma la relación positiva que parece darse entre la calidad del gobierno corporativo que propician las características idiosincrásicas de cada país y la calidad del gobierno efectivo de sus empresas. A ese respecto, los bancos de este grupo que ofrecen las mejores calificaciones radican en los países que presentan asimismo las mejores calificaciones globales de gobierno corporativo: Alemania, Suecia y Suiza.

En un segundo estudio empírico, se han estimado dos *modelos de regresión* lineal múltiple por etapas. El primer modelo de regresión trata de confirmar la inci-

dencia de cada país, ya evidenciada en los análisis previos, sobre el gobierno corporativo de los grandes bancos seleccionados. La segunda regresión lineal pretende verificar un modelo explicativo de los resultados de los bancos, contrastando si la calidad del gobierno corporativo de un banco se relaciona con sus resultados empresariales. Ambos modelos de regresión lineal se estiman sobre un *pool* de datos de los grandes bancos europeos seleccionados para el período 1998-2000. No ha sido posible formar un panel de datos porque la muestra de bancos europeos era muy reducida (39 individuos), el período temporal era muy corto (sólo tres años) y la información disponible para algunas variables en algunos bancos era escasa. Por estas razones hemos considerado más conveniente la elaboración de un *pooling*.

El cuadro núm. 6 ofrece la *definición de las variables*: una variable *proxy* de la *ratio* Q de Tobin, que mide la creación de valor por el banco como indicativa de su *performance* (6); una variable *proxy* de la calidad del gobierno corporativo del banco; una variable para medir el peso de las actividades bancarias sobre el total de ingresos de la entidad; una variable para indicar la eficiencia en la administración de los activos del banco; una variable para medir la *ratio* de endeudamiento; tres variables «ficticias» para medir los efectos temporales, y trece variables «ficticias» para medir los efectos de cada país considerado.

La variable dependiente en el primer modelo de regresión es una variable *proxy* de la calidad del gobierno corporativo del banco. Las variables independientes son dos «ficticias» de año (T-1 para evitar multicolinealidad perfecta) y nueve «ficticias» de país. Han debido eliminarse cuatro variables «ficticias» de país, en los casos de Suiza, Holanda, Dinamarca y Portugal, por la existencia de un sólo banco en cada uno de esos países en la muestra empleada.

En el segundo modelo de regresión la variable dependiente es una variable que aproxima a la *performance* del banco. Para lo cual se ha elegido un indicador de la creación de valor, como la *ratio* Q de Tobin (7). Se introducen dos «ficticias» de año (de nuevo, T-1 para evitar multicolinealidad perfecta) y ninguna variable «ficticia» de país, porque ninguna resulta significativa.

Los cuadros núms. 7 y 8 muestran los *resultados* de la estimación de ambos modelos por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Como evaluación global de esos resultados, los niveles de significatividad, de acuerdo con los coeficientes de determinación ( $R^2$ ) presentan valores dentro de un intervalo de 0,61 y 0,65. Esto da a entender que, aun siendo muchos los facto-

CUADRO NÚM. 6  
DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

VARIABLE	DEFINICIÓN	FÓRMULA
CORPGOVERN	Variable <i>proxy</i> de la calidad del gobierno corporativo del banco.	Suma de los tres <i>ratings</i> elaborados por Deminor: 1) derechos y obligaciones de los accionistas, 2) clases de medidas defensivas contra adquisiciones externas, y 3) información sobre el gobierno de la empresa.
PERFORMANCE	Resultado empresarial del banco medido por su creación de valor de mercado.	<i>Ratio</i> Q de Tobin = valor de mercado de los activos/valor de reposición de los activos.  Se aproxima por la <i>ratio</i> «capitalización bursátil/recursos propios»
BANKACTIVI	Peso de las actividades de intermediación (ingresos por intereses) sobre el total de ingresos	Porcentaje de los intereses y comisiones de los préstamos contabilizados sobre el total de ingresos
ASSETEFFIC	Eficiencia en la administración de los activos	<i>Ratio</i> cifra de negocio/total activos
LEVERAGE	<i>Ratio</i> de endeudamiento	<i>Ratio</i> deuda/recursos propios
TEMP98 TEMP99 TEMP00	Tres variables «ficticias» para reflejar los efectos temporales durante el período de tiempo considerado	Cada variable «ficticia» temporal es igual a uno si los datos pertenecen a ese año e igual a cero en caso contrario
BÉLGICA DINAMARCA FRANCIA ALEMANIA GRECIA IRLANDA ITALIA HOLANDA PORTUGAL ESPAÑA SUECIA SUIZA REINO UNIDO	Trece variables «ficticias» de país para medir el efecto país	Cada variable «ficticia» es igual a uno si el banco es de ese país e igual a cero en caso contrario

Fuente: Elaboración propia.

res que explican el gobierno corporativo de los grandes bancos europeos, resulta importante el efecto del país sobre el gobierno de esos bancos. Este resultado coincide con los de análisis previos y confirma la importancia de los factores institucionales de cada país (como son la regulación, el marco institucional o la existencia de un código de buen gobierno) sobre el gobierno de sus empresas. Por otra parte, el segundo modelo contrasta los factores explicativos que determinan la *performance* de los grandes bancos europeos, confirmando que un porcentaje importante de la variación de la *ratio* capitalización/recursos propios es capturada por las seis variables independientes aplicadas en este modelo de regresión. Por lo que la capacidad explicativa de los modelos, o su bondad de ajuste, es elevada.

Analizando en profundidad el primer modelo, se observa que el efecto del país sobre el gobierno corporativo de los bancos resulta positivo y significativo para

los casos del Reino Unido, Irlanda y Francia, y negativo y significativo para España. Sin embargo, no es muy significativo para Italia, Suecia, Grecia, Alemania y Bélgica. Los dos efectos temporales no resultan significativos en este modelo. Estos resultados confirman la influencia de los factores de mercado en el gobierno de las empresas. Principalmente en los casos extremos de efecto positivo, como ocurre en el Reino Unido, y en la influencia negativa, que se produce por ejemplo en España. Por otra parte, es posible establecer una relación entre la existencia de códigos de buen gobierno «exigidos» en un país, ya sea para las empresas que cotizan (por ejemplo, en el Reino Unido, desde 1992) o formando parte de la legislación empresarial (como en Francia, desde 1995), y el efecto positivo de la variable «ficticia» de ese país sobre el gobierno corporativo de sus bancos (británicos y franceses, en este caso). Sin embargo, en España donde sólo existen «recomendaciones» de buenas prácticas, el efecto de la variable

**CUADRO NÚM. 7**  
**EFFECTO PAÍS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS BANCOS**

Variable dependiente: CORP GOVERN  
Método: Mínimos cuadrados ordinarios (MCO)  
Observaciones incluidas: 111

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTE	ESTADÍSTICO T
C .....	8,223666	13,45794
Reino Unido .....	5,023880	7,575935
Irlanda .....	6,808415	4,931797
Francia .....	2,442398	3,017752
Italia .....	1,216349	1,864922
Suecia .....	1,146102	1,416988
España .....	- 2,640565	- 2,903180
Grecia .....	- 1,369454	- 1,505652
Alemania .....	0,674991	0,894894
Bélgica .....	- 0,202787	- 0,222955
<i>Efectos temporales:</i>		
TEMP99 .....	- 0,632081	- 1,532517
TEMP00 .....	0,079444	0,191430
R cuadrado .....	0,649025	
R cuadrado ajustado .....	0,610028	
Error estándar de la regresión .....	1,760719	

Fuente: Estimaciones propias.

**CUADRO NÚM. 8**  
**FACTORES EXPLICATIVOS DE LOS RESULTADOS EMPRESARIALES DE LOS BANCOS (EFFECTO DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO SOBRE LOS RESULTADOS EN LOS BANCOS)**

Variable dependiente: PERFORMANCE  
Método: Mínimos cuadrados ordinarios (MCO)  
Observaciones incluidas: 54

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTE	ESTADÍSTICO T
C .....	- 0,006933	- 1,769346
CORP GOVERN .....	0,000410	2,711469
BANKACTIVI (*) .....	- 0,009420	- 3,442250
ASSETEFFIC (*) .....	0,119482	4,813162
LEVERAGE (*) .....	0,000245	2,386342
<i>Efectos temporales:</i>		
TEMP99 .....	- 0,000336	- 0,372669
TEMP00 .....	- 0,000658	- 0,431876
R cuadrado .....	0,605364	
R cuadrado ajustado .....	0,543053	
Error estándar de la regresión .....	0,002702	

(\*) Medido en tanto por uno.  
Fuente: Estimaciones propias.

«ficticia» país sobre el gobierno de los bancos españoles es negativo.

Por último, el modelo que contrasta los factores explicativos que determinan la *performance* de los bancos, evidencia los siguientes efectos:

1) Un efecto positivo y significativo del buen gobierno sobre la *performance* de los bancos. Este efecto confirma la relación esperada entre la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo por los bancos y los buenos resultados esperados de ellos por los accionistas y los *stakeholders*. Además, esta relación explica que los inversores están dispuestos a pagar un margen o prima adicional en la compra de las acciones de los bancos que tienen unos resultados esperados superiores a la media.

2) Un efecto negativo y significativo del peso de las actividades de intermediación financiera estricta desarrolladas por el banco sobre su creación de valor de mercado. Este efecto confirma, *sensu contrario*, que la generación de ingresos «atípicos» por los bancos —como son las comisiones— y la diversificación de sus negocios hacia actividades diferentes de la intermediación (pero relacionadas con su actividad principal) —como por ejemplo, el negocio asegurador— contribuyen a la creación de valor para los accionistas.

3) Un efecto positivo y significativo de la eficiencia en la administración de los activos por parte del banco sobre su *performance*. Teniendo en cuenta que los resultados de los bancos derivan principalmente de la gestión de sus activos bancarios, este efecto confirma la habitual relación entre ambos indicadores.

4) Un efecto positivo y significativo del endeudamiento sobre la *ratio* que aproxima a la Q de Tobin de los bancos. Este efecto también confirma la habitual relación entre la rentabilidad económica y financiera de los bancos, a través del elevado y característico endeudamiento de las entidades de intermediación financieras.

Por lo que respecta al efecto temporal de los dos años, tampoco resultan significativo en este último modelo.

## V. RESUMEN Y PRINCIPALES CONCLUSIONES

En este artículo, el gobierno de empresas se define como la estructura institucional que configura la toma de decisiones directivas para el buen gobierno de las empresas, ya sean bancos o empresas no financieras. La importancia del gobierno corporativo en los bancos es determinante, al consistir su función en la «tutela» de los recursos financieros de terceros, por lo que deberían analizarse su estructura y efectos, aunque los bancos no coticen en los mercados de valores. Desde tres puntos de vista, cuando menos, se puede justificar la importancia del gobierno de las entidades bancarias:

1) económico, por cuanto incide en la maximización de la riqueza para los accionistas y la creación de valor para el mercado; 2) social, debido a las repercusiones de la intermediación financiera sobre muchos grupos de interés (*stakeholders*), y 3) financiero, porque sus efectos repercuten en la sanidad y la solvencia del sistema financiero en su conjunto.

En la práctica, existe una gran diversidad en las estructuras de gobierno de empresas en los distintos países, que está condicionada por factores históricos e idiosincrásicos, pero también por el posicionamiento de las empresas frente a los mercados y por las posibilidades de control efectivo sobre las actuaciones empresariales de que disponen dichos mercados. Los modelos extremos de gobierno de empresas se basan ya en la disciplina «externa» que ejercen los mercados sobre las actuaciones directivas, ya en el predominio de los bancos y otros grupos de accionistas con propiedad concentrada que realizan un control «interno» de las mismas. La vigencia práctica de uno u otro modelo depende de la importancia relativa de los mercados de capitales en cada país, así como de factores legales e institucionales que están dotados de una elevada permanencia en el tiempo. Del análisis pormenorizado de estas características se deducen razones tanto a favor como en contra de que dichos modelos converjan hacia modelos híbridos. La mayor eficiencia de los mercados en la orientación y supervisión de las actuaciones empresariales, junto a su creciente globalización, escorarían los modelos de gobierno de empresas hacia el control «externo», en tanto que la rigidez del marco legal e institucional, y las diferentes cuotas de poder que ostentan *shareholders* y *stakeholders*, los orientarían hacia el control «interno».

En este trabajo se sustenta la hipótesis de la tendencia de todos los modelos hacia una armonización «de mínimos» en el gobierno de empresas, con el apoyo de los nuevos enfoques de los códigos de buen gobierno promulgados por organismos supranacionales. En éstos, se supera la mera fijación de estándares de información financiera y de rendición de cuentas que aparecían en los códigos pioneros, como Cadbury y Viénot, y se amplían tanto la concepción como el alcance del gobierno de empresas. El gobierno corporativo se entiende ahora como fijación de estrategias y gestión de riesgos, sean cuales sean los sectores de operación de las empresas y sus estructuras de propiedad. Y en los resultados de unas buenas prácticas de gobierno se consideran implicados desde los accionistas hasta la totalidad de grupos sociales afectados por la actividad de las empresas.

Una vez aceptado que el gobierno corporativo proporciona las estructuras para establecer los objetivos

de las empresas, y los medios para alcanzar tales objetivos y controlar sus resultados, se han aplicado diversos estudios empíricos para verificar las posibles relaciones que puedan existir entre la calidad del gobierno corporativo de algunos grandes bancos europeos y sus resultados. Para ello, en primer lugar, se han utilizado datos agregados de países europeos, seleccionados al objeto de detectar las relaciones existentes entre las características económicas de sus mercados de valores y la calidad del gobierno de las empresas en dichos países. En segundo término, y ya mediante datos individuales de los mayores bancos europeos, se han tratado de determinar algunas relaciones entre la calidad del gobierno corporativo y la *performance* de dichos bancos.

En el primer análisis empírico, la hipótesis a verificar ha sido la existencia de una relación entre el peso de los mercados de valores en 13 países europeos y la calidad del gobierno corporativo de sus empresas. Para ello se han manejado las siguientes bases de datos, referidas (según las variables) al período 1996-2001: International Financial Statistics (IMF), International Federation of Stock Exchanges (FIBV), e Informes anuales de *corporate governance* realizados por Heidrick & Struggles. La metodología aplicada ha consistido en la estimación de varias regresiones simples entre las variables, una vez conocida la correlación entre ellas. De los resultados obtenidos de este primer análisis exploratorio, se pueden sintetizar las siguientes conclusiones:

1. En general, se observa una relación positiva entre el peso que alcanza el mercado de valores en un país concreto y la calidad del gobierno de sus empresas.
2. Los grupos de países que se pueden formar atendiendo a la calificación de sus indicadores de gobierno corporativo se siguen manteniendo, en general, con base en sus respectivos indicadores de mercado.
3. La elevada correlación existente entre la concentración de los mercados y la calidad del gobierno de las empresas en cada país sugiere que la mayor dimensión empresarial se relaciona con las buenas prácticas de gobierno corporativo, debido a la internacionalización del capital que suele asociarse con el mayor tamaño empresarial.
4. Los países que no disponen de códigos de buen gobierno de empresas se sitúan en el grupo de países cuyas empresas tienen los peores resultados en materia de gobierno corporativo.

En el segundo análisis empírico, la hipótesis plan-

teada ha sido la de la existencia de una relación entre la calidad del gobierno corporativo de los 39 mayores bancos europeos según su capitalización bursátil, de 13 países y durante el período 1998-2000, y sus resultados. Las bases de datos han consistido en los informes anuales sobre *corporate governance ratings* de Deminor Rating, en la información económico-financiera de publicaciones como *Financial Times* (Worldscope/Extel Database), *Forbes* y *European Banker*, y en los informes anuales de las propias entidades bancarias. En cuanto a la metodología, se han empleado sendos modelos exploratorios, basados en el análisis *cluster* jerárquico y en varias regresiones.

De los diversos *clustering* realizados, se pueden sintetizar las siguientes conclusiones:

1. En materia de calificación de los indicadores de gobierno de empresas, un primer análisis de 300 empresas (bancos y no bancos) europeas evidencia comportamientos similares entre los bancos y el resto de empresas no financieras; y de ahí la escasa incidencia que parece mostrar el sector de actividad sobre la calidad del gobierno corporativo de las grandes empresas europeas.

2. Aplicando un nivel de homogeneidad relativamente alto, la calificación de los indicadores de gobierno corporativo de los 39 mayores bancos europeos permite detectar tres grupos de entidades con caracteres específicos:

*C1*: Formado por los 15 bancos con calidad de gobierno corporativo por debajo de la media de la muestra total. Este grupo incluye todos los bancos de España (2), Holanda (1), Portugal (1) y Bélgica (2). También, la mayoría de los bancos italianos (5 de 9) y franceses (2 de 3), además de un banco sueco y otro británico. Los bajos resultados del gobierno corporativo de los bancos latinos resulta coherente con los también bajos resultados de sus empresas no financieras, con el reducido peso de sus mercados de capitales y con el menor tamaño relativo de sus grandes empresas. En cuanto a los bancos belgas, holandeses, suecos y británicos incluidos en este grupo, se evidencia, por el contrario, que la calidad de su gobierno corporativo no depende sólo de los factores favorables del país de radicación, sino, en buena medida, de las propias características de cada entidad

*C2*: Comprende los 10 bancos que alcanzan la mejor calificación de su gobierno corporativo, y que están en todos los casos por encima de la media de la muestra total. Incluye todos los bancos británicos (excepto uno), el banco irlandés y un banco francés. Lo que también confirma que la calidad del gobierno corporativo de las empresas de un país se relaciona con

las características legales, institucionales y de los mercado de ese país.

*C3*: Está integrado por los 12 bancos con una calidad de su gobierno corporativo cercana a la media de la muestra total. Incluye todos los bancos alemanes (4), el banco suizo y el danés, así como la mayoría de los bancos suecos (2 de 3) y los 4 restantes bancos italianos. Este grupo también confirma la relación positiva que parece darse entre la calidad del gobierno corporativo que propician las características idiosincrásicas de cada país y la calidad del gobierno efectivo de sus empresas.

En este segundo estudio empírico, se han estimado también dos modelos de regresión lineal múltiple por etapas. El primer modelo de regresión ha tratado de confirmar la incidencia del país, ya detectada en los análisis previos, sobre el gobierno corporativo de los grandes bancos seleccionados. La segunda regresión lineal ha pretendido verificar un modelo explicativo de los resultados de los bancos, contrastando si la calidad del gobierno corporativo de un banco afecta a sus resultados empresariales. Los resultados del primer modelo han permitido confirmar, una vez más, la importancia de los factores institucionales de cada país (como son la regulación, el marco institucional o la existencia de un código de buen gobierno) sobre el gobierno de sus empresas. Los del segundo, por su parte, han confirmado que un porcentaje importante de la variación de la *ratio* capitalización/recursos propios, que aproxima a la *performance* de los bancos, se explica tanto por la calidad de su gobierno corporativo como por las variables económico-financieras representativas de sus estrategias de negocio.

De forma sintética, las principales derivaciones de este último modelo son las siguientes:

1. El buen gobierno corporativo influye favorablemente sobre la *performance* de los bancos. Este efecto confirma la relación esperada entre la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo por los bancos y los buenos resultados esperados de éstos por los accionistas y los *stakeholders*.

2. La generación de ingresos «atípicos» por los bancos, como las comisiones, y la diversificación de sus negocios hacia actividades diferentes de la intermediación financiera, pero relacionadas con dicho negocio, contribuyen a la creación de valor para los accionistas.

3. La eficiencia en la administración de los activos por parte de los bancos incide favorablemente sobre su *performance*.

4. El endeudamiento bancario afecta a la *ratio* que aproxima a la Q de Tobin de los bancos. Este efecto también confirma la habitual relación entre la rentabilidad económica y la financiera de los bancos, a través del elevado y característico apalancamiento de las entidades de intermediación financiera.

#### NOTAS

(1) Esto pasa, por ejemplo, en España donde ÁLVAREZ (2001) ha deducido las «buenas prácticas bancarias» de las actuaciones contrarias a las «malas prácticas bancarias», así reconocidas por el Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

(2) La Alianza de los *stakeholders*, es una coalición de organizaciones e individuos que representa a más de cinco millones de personas. Ha desarrollado unas «Normas para elaborar un informe para los *stakeholders*» (*Sunshine Standards for Corporate Reporting to Stakeholders*), que definen el contenido de la información que se espera de las empresas, a cambio de conseguir su aceptación por los grupos de interés que concurren en su actividad.

(3) *The New York Times* (1997), «The search for the perfect corporate board».

(4) La muestra de empresas en 1999 está compuesta por 298 empresas (seleccionadas por su capitalización bursátil, según los índices nacionales) de los 10 países europeos siguientes: Bélgica (20), Francia (40), Alemania (40), Italia (40), Holanda (25), Portugal (15), España (35), Suecia (26), Suiza (17) y Reino Unido (40). La muestra para 2000 está formada por 350 empresas de 14 países, que son: Austria (21), Bélgica (20), Dinamarca (13), Finlandia (14), Francia (39), Alemania (30), Italia (40), Holanda (24), Noruega (10), Portugal (13), España (35), Suecia (24), Suiza (20) y el Reino Unido (47).

(5) Las características empresariales —sus activos y pasivos— pueden ser algunos de esos factores, como BORCHERT (1999) verificó a través de un *clustering* de los bancos europeos.

(6) Nuestra medida puede asemejarse a la versión modificada de la fórmula usada por CHUNG y PRUITT (1994), quienes encontraron que el 96,6 por 100 de la variabilidad del popular algoritmo de la Q de Tobin de LINDENBERG y ROSS (1981) se explicaba mediante su aproximación. El indicador elegido considera el valor de mercado de las acciones, pero no el valor de mercado de la deuda, debido al reducido peso de las emisiones de deuda en los bancos en relación con las empresas no financieras. Este indicador, sin embargo, tiene ventajas respecto a la *ratio* precio/valor contable, que FAMA y FRENCH (1992) propusieron, junto con el tamaño, como medida del valor de la empresa.

(7) Si una empresa incrementa su *stock* de capital económico en edificios y equipos en una unidad monetaria, haciendo que su rentabilidad esperada se incremente lo necesario para que su valor de mercado aumente en más de una unidad monetaria, entonces el valor de la *ratio* Q marginal será mayor que uno, y la empresa deberá invertir en edificios y equipos para maximizar la rentabilidad para sus accionistas. De ese modo, la empresa estará «creando valor de mercado» para sus accionistas.

#### BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ, J. (2001), «Código de buenas prácticas bancarias», en ORDUÑA, F.J., y TOMILLO, J. L., *Contratación Bancaria*, Valencia, Tirant lo Blanch, vol. 1: 497-527.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1998), *Enhancing Bank Transparency*, Basilea, Bank for International Settlements.

— (2001), *Pillar 3 (Market Discipline)*, Consultative Document (Supporting Document to the New Basel Capital Accord), Basilea, Bank for International Settlements.

BORCHERT, M. (1999), «The euro and the large banks' behaviour whitening the EMU. Entrepreneurial strategies and monetary policy», *BNL Quarterly Review*, núm. 208: 39-68.

CADBURY, A. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Gee Publishing.

CARSE, D. (2000), «The importance of corporate governance in banks», *Speech* en The Year 2000 Millenium Dinner of The Association of International Accountants- Hong Kong Branch (<http://www.info.gov.hk>).

CHUNG, K. H., y PRUITT, S. W. (1994), «A simple approximation of Tobin's q.», *Financial Management*, vol. 23: 70-74.

DAVIS, S., y LANNOO, K. (1998), «Shareholder voting in Europe», Centre for European Policy Studies, mimeo.

FAMA, E. F., y FRENCH, K. R. (1992), «The cross-section of expected returns», *Journal of Finance*, núm. 47: 427-65.

FRANKS, J., y MAYER, C. (1992), «Capital markets and corporate control: A synthesis of the international evidence», *IFA Working Paper 127-90*, London Business School.

FREEMAN, E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Londres, Pitman.

GARDENER, E.; MOLYNEUX, P., y WILLIAMS, J. (1999), *European Savings Banks. Coming of Age?*, Dublin, Lafferty Publications: 198-201.

GARDENER, E. P. M.; MOLYNEUX, P., y MOORE, B. (2001), «The impact of the single market programme on EU banking», *The Services Industries Journal*, vol. 21, núm. 2: 47-70.

GREEN, E. J. (2001), «Central banking and the economics of information», *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 2Q/2001: 28-37.

GREENBURY (1995), *Directors Remuneration, Report of the Study Group*, Londres, Gee Publishing.

HEIDRICK & STRUGGLES INTERNATIONAL (1999-2001), *Is your board fit for the challenge? Corporate Governance in Europe (1999-2000 Survey)*, Heidrick & Struggles International, Consultants in Executive Search, Inglaterra.

JOHN, K., y SENBET, L. W. (1998), «Corporate governance and board effectiveness», *Journal of Banking and Finance*, número 22: 371-403.

LANNOO, K. (1999), «A European perspective on corporate governance», *Journal of Common Market Studies*, volumen 37, núm. 2: 269-294.

LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. (1997), «Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, núm. 52: 1131-1150.

LINDENBERG, E., y ROSS, S. (1981), «Tobin's q ratio and the industrial organisation», *Journal of Business*, vol. 54: 1-33.

MAROTO, J. A., y MELLE, M. (2000), «Public administration as stakeholders in Spanish savings banks», en SCHUSTER, L. (ed.), *Shareholder Value Management in Banks*, Londres, Macmillan: 113-133.

NESTOR, S., y THOMPSON, J. K. (2000), *Corporate Governance Patterns In OECD Economies: Is Convergence Under Way?*, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, OECD.

SALAS, V. (1998), «El gobierno de la empresa», *Document d'Economia Industrial*, 11, Centre d'Economia Industrial.

STONE, CH., y WINSTANLEY, D. (2001), «Stakeholding: Confusion or utopia? Mapping the conceptual terrain», *Journal of Management Studies*, vol. 38, núm. 5: 602-626.

## COLABORADORES

**ABRAHAM, Jean-Paul.** Nacido en 1930. Se doctoró en Derecho por la Leuven University (Lovaina, Bélgica) —por la que es también licenciado en Economía— y en Estudios Europeos en el College of Europe (Brujas, Bélgica). M.A. en Economía por la Columbia University (Nueva York, EE.UU., 1957). Ha desarrollado la mayor parte de su labor académica en tres centros: la Faculté Notre-Dame de la Paix (Namur, Bélgica), la Katholieke Universiteit Leuven (Lovaina, Bélgica) y el College of Europe (Brujas, Bélgica), siendo en la actualidad profesor emérito y honorario de las citadas universidades. En el campo profesional, destaca la labor desempeñada en la Comunidad Europea del Carbón y del Aceite —en Luxemburgo— y en la Comunidad Económica Europea —en Bruselas. En la actualidad es director honorario en la Comisión Europea. En el ámbito privado, fue director ejecutivo en la Banque de Paris et des Pays-Bas (PARIBAS) en Bélgica, entre 1979 y 1996, siendo en la actualidad miembro del Consejo de Administración. Asimismo, fue consejero de Artesia Bank (Bruselas, Bélgica), entre 1997 y 2000. Ha desarrollado una labor activa como presidente y consejero del Centre d'Etudes Financières et Forum Financier Belge (Bruselas, Bélgica). Es miembro del comité de gestión de SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières) y co-fundador de la European Association of University Teachers of Banking and Finance (Wolpertinger Club) desde 1982. Fue asimismo presidente de la Comisión Belga para la Privatización. Es autor de numerosos artículos y contribuciones en varios libros y monografías internacionales en materia monetaria y financiera y en integración europea.

**BERGENDAHL, Göran.** Profesor de Administración de Empresas en la Göteborg University (Suecia) desde 1971. Anteriormente trabajó como economista jefe en el National Road Board, en Estocolmo y como analista de sistemas en la Asociación Sueca de Corporaciones Agrarias, en Malmö. Es doctor en Administración de Empresas por la Stockholm University. Ha editado varios libros y monografías y publicado numerosos artículos en áreas tales como economía agraria, gestión bancaria, economía de la energía, gestión financiera y economía del transporte.

**BISONI, Cesare.** Licenciado en Economía y Comercio por la Università Commerciale L. Bocconi di Milano (Italia). ITP Harvard Business School. Catedrático de Economía de la Empresa por la Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia (Italia). Director del CEFIN (Centro Studi Bancari Finanziari ed Assicurativi dell'Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia). Colaborador de la Scuola di Direzione Aziendale dell'Università Bocconi di Milano. Síndico de la Fondazione Cassa di Risparmio di Modena. Síndico suplente de la Banca d'Italia. Autor de numerosas publicaciones sobre banca y sistema financiero.

**CARBÓ VALVERDE, Santiago.** Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, *doctor (PhD) in 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). Profesor titular del Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de Granada. Ha sido director del área de estudios de la Caja General de Ahorros de Granada. En la actualidad, es director del Departamento de Estudios e Investigación en Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS). Autor de numerosos artículos y publicaciones sobre el sistema financiero.

**CARUANA LACORTE, Jaime.** Nació en Valencia en 1952. Ingeniero de Telecomunicaciones por la Universidad Complutense de Madrid, 1974. Técnico Comercial y Economista del Estado, 1979.

Ingresó en el Ministerio de Comercio, donde desempeñó diversos cargos en la Dirección General de Importación, en la Subdelegación de Comercio en Alicante y en el Instituto Español de Comercio Exterior, 1979-1984. Agregado comercial en la Oficina Comercial de España en Nueva York, 1984-1987. Director general y consejero delegado de Renta 4, S.A., S.V.B., 1987-1991. Presidente de RENTA 4 SGIIC, S.A., 1991-1996. Director general del Tesoro y Política Financiera, 1996-1999. Consejero de la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales 1996-1999. Representante de España en el Comité Monetario de la Unión Europea, 1996-1999. Presidente de la Sociedad Estatal del Euro, 1997-1999. Director general de Supervisión del Banco de España, 1999-2000. Gobernador del Banco de España desde julio de 2000.

**COSMA, Stefano.** Licenciado en Economía y Comercio por la Università degli studi di Modena e Reggio Emilia (Italia). Doctor en Administración de Empresas, *master* en Organización y Gestión de Recursos Humanos y profesor investigador de Economía de los Intermediarios Financieros en la citada Universidad. Es asesor de la empresa Prometeia Calcolo. Autor de numerosas publicaciones relativas a la transformación del sistema bancario italiano y organización y gestión bancaria.

**CUESTA GONZÁLEZ, Marta de la.** Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid. CUNEF. Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad Nacional de Educación a Distancia con premio extraordinario. Profesora titular de Economía Aplicada de la UNED. Coordinadora del programa de doctorado de crecimiento económico y desarrollo de la UNED. Ha sido profesora de los centros de enseñanza superior Luis Vives y San Pablo CEU, de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU y del Centro Universitario Mapfre Estudios. Ha publicado varios artículos y trabajos sobre el sector bancario, el sector financiero y el desarrollo y las inversiones socialmente responsables.

**CHESINI, Giuseppina.** Licenciada en Economía por la Università di Verona. Fue consultor bancario para Andersen Consulting (Accenture en la actualidad) y analista financiero de la compañía farmacéutica internacional Glaxo. Posteriormente, realizó parte de su formación doctoral en la University of London. En la actualidad es profesora asociada de Economía e Intermediación Financiera en la Università di Verona. Sus principales campos de estudio incluyen: supervisión de instituciones financieras, regulación de los mercados de valores, organización de sistemas financieros y operativa bursátil. Es autora de numerosas publicaciones en estas materias.

**FERRETTI, Riccardo.** Realizó sus estudios predoctorales en la Università di Modena (Italia) y en el Departamento de Finanzas de la New York University (Estados Unidos). Doctor en Gestión Financiera y Mercados de Capitales por la Università di Bergamo (1987). En la actualidad es catedrático de Intermediación Financiera en la Università di Modena e Reggio Emilia y decano de la Facultad de Ciencias de la Comunicación de esta Universidad. Entre sus campos de investigación destacan los siguientes: crecimiento de entidades financieras, gestión de recursos propios bancarios, eficiencia de los mercados de valores, evaluación de entidades bancarias, regulación bancaria, estrategias de precios en el mercado crediticio y estudios de rentabilidad de los fondos de inversión. Es autor de numerosas publicaciones en italiano e inglés en estas materias.

**GARCÍA HERRERO, Alicia.** Actualmente es responsable del Área de Economía Internacional del Banco de España. Con anterioridad ha desempeñado los cargos de Asesora del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo (Frankfurt), directora de Economías Emergentes en el Servicio de Estudios del Banco Santander, profesora asociada en la Universidad Autónoma de Madrid, y economista en los departamentos del Hemisferio Occidental y de Asuntos

Monetarios y Cambiarios en el Fondo Monetario Internacional (Washington). Es candidata a Ph.D. por la Universidad de George Washington (EE.UU.), *master* en Economía Internacional del Instituto de Economía Internacional de Kiel (Alemania), licenciada en Teoría y Política Económica en la Universidad Bocconi (Italia) y diplomada en Ciencias Económicas y Empresariales en la Universidad de Burgos. Sus áreas principales de investigación son la teoría y política monetaria, banca central, estabilidad financiera, y Unión Económica y Monetaria Europea.

**GARCÍA-VERDUGO SALES, Javier.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid (CUNEF). Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Nacional de Educación a Distancia (premio extraordinario). Profesor titular de Política Económica (UNED). Profesor visitante de Economía Aplicada de la Universidad de Navarra; *visiting fellow* del Center of International Studies (Princeton University, NJ); *research fellow* del Southern European Research Group (Princeton University, NJ). Ha publicado varios artículos y trabajos sobre el sector energético, el sistema financiero y el desarrollo regional.

**GUALANDRI, Elisabetta.** Obtuvo su licenciatura por la Università di Modena (Italia). Asimismo, parte de su formación posdoctoral la completó en el University College of North Wales, Bangor (Reino Unido), donde realizó un MA en Economía Financiera. En la actualidad, es catedrática de Intermediación Financiera en la Università di Modena e Reggio Emilia, y directora del Departamento de Economía de la Empresa de esta Universidad. Sus principales campos de estudio incluyen los siguientes: supervisión de instituciones financieras, sistemas financieros comparados, gestión de activos y pasivos financieros, gestión de tesorería y análisis del impacto del euro en el sector financiero y en la gestión empresarial. Es autora de numerosas publicaciones en italiano e inglés en estas materias.

**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.

**MANKILA, Merja.** Desarrolla su labor investigadora en la School of Economics and Commercial Law (Goteborg, Suecia), principalmente en el campo de la economía bancaria. Entre sus investigaciones destaca el estudio de las estrategias de precios en la banca minorista —materia de su tesis doctoral—, con especial atención a las relaciones entre las estrategias de unificación de precios y la mejora de la gestión de las relaciones con la clientela. Esta línea de investigación se extiende a otros aspectos de las relaciones a largo plazo en los servicios financieros, tal y como se desprende de sus próximas publicaciones (en prensa) en el *Euro-  
pean Journal of Operational Research* y en *Informatica*.

**MAROTO ACÍN, Juan Antonio.** Nacido en 1949. Cursó sus estudios universitarios en la Universidad Complutense, por la que es diplomado en Ciencias Empresariales, con premio nacional fin de carrera, y licenciado y doctor en Economía de la Empresa, con premio extraordinario en ambas titulaciones. Como docente e investigador, es catedrático de Economía Financiera de la Universidad Complutense desde 1989, al igual que lo fue de Valladolid desde 1986; también ha sido profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) del Banco de España y del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF). En el ámbito profesional, es economista, pertenece al Registro Oficial de Auditores de Cuentas y ha sido consultor de Naciones Unidas.

Sus líneas de investigación, en las que constan numerosas publicaciones, abarcan los diversos temas que pueden englobarse en la economía de empresa, el análisis financiero y las finanzas. En la actualidad es director del Departamento de Estudios de Economía de Empresa de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

**MEDEL CÁMARA, Braulio.** Nació en Marchena (Sevilla) en 1947. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal de la Universidad de Málaga. Ha sido director del Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Málaga, y director de la Oficina de Planificación y viceconsejero de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía. Posteriormente, ha desempeñado los cargos de presidente de la Caja de Ahorros de Ronda, presidente de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía, presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y vicepresidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros. Académico numerario de la Academia de las Ciencias Sociales y del Medio Ambiente de Andalucía. En la actualidad, es presidente de Unicaja y vicepresidente de la Federación de Cajas de Ahorros de Andalucía.

**MELLE HERNÁNDEZ, Mónica.** Nació en Madrid en 1970. Es doctora en Ciencias Económicas y Empresariales desde 1996, con premio extraordinario, y actúa de seguros por la Universidad Complutense. Ha desempeñado funciones docentes en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de la UCM, el Centro de Estudios Superiores Sociales y Jurídicos "Ramón Carande", la Universidad Europea de Madrid-CEES, en la que ocupó el cargo de directora del Departamento de Economía de la Empresa, y el Centro de Estudios Superiores Felipe II. Sus investigaciones se centran en las finanzas corporativas, el gobierno de empresas y la competitividad empresarial, temas sobre los que ha realizado numerosas publicaciones. Sus trabajos de investigación han sido galardonados con diversos premios, entre los que se cuentan el Nacional de Tesis Doctorales de la Fundación José Antonio de Artigas y Sanz de la ETSII, el Nacional de Periodismo "Continente", el Premio Joven de Economía de la Fundación General de la UCM y el Premio AECA para Artículos sobre Contabilidad y Administración de Empresas. Desde 1995, es profesora asociada de Economía Financiera del Departamento de Economía y Administración Financiera de la Empresa de la UCM, e investigadora del Departamento de Estudios de Empresa de FUNCAS.

**PAMPILLÓN FERNÁNDEZ, Fernando.** Profesor Mercantil, licenciado en Ciencias Económicas y doctor en Ciencias Económicas (con premio extraordinario). Profesor de Teoría Económica en las universidades de Valencia y Complutense de Madrid. Director financiero de la Sociedad Gestora del Fondo Público de Regulación del Mercado Hipotecario y secretario de la Asociación Hipotecaria Española desde 1983 a 1985. Profesor titular de Sistema Financiero Español de la UNED y director del gabinete técnico de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS). Es autor de libros sobre cajas de ahorros europeas y sistema financiero español, y de numerosos artículos, en prensa y revistas especializadas. Miembro del consejo de redacción de *Papeles de Economía Española* y coordinador de *Cuadernos de Información Económica*.

**PIRARD, Anne-Françoise.** Nacida en 1973. Desarrolló su formación en la Faculté Universitaire Notre-Dame de la Paix (Namur, Bélgica), donde obtuvo el título *master* en Economía. Entre 1996 y 1997 fue investigadora en la citada facultad. En la actualidad desarrolla su labor como economista en el Departamento de Estudios y Estrategia del Banco Artesia (Bruselas, Bélgica).

**REVELL, Jack.** Fue el primer director del Institute of European Finance de la University of Wales, Bangor (Reino Unido), centro de investigación de gran prestigio internacional en los campos

financiero y bancario. Cuando se retiró en 1983, dejando su cátedra en la citada Universidad, pasó a ser director asesor del Instituto. Fue en este período, tras su jubilación, cuando realizó la mayor parte de sus estudios sobre las cajas de ahorros y el sector bancario español por encargo de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas y del Banco Bilbao Vizcaya, respectivamente. Posteriormente, realizó un nuevo estudio sobre la banca pública en Europa por encargo del Banco Exterior. La característica común de todas estas investigaciones es que se escribieron en períodos de grandes transformaciones en las instituciones financieras en estudio, y que todos ellos pretendieron aplicar la experiencia de otros países occidentales al caso español.

**RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco.** Nació en Granada en 1975. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Granada. Profesor del Departamento de Economía Aplicada 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 Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

**RUZA, Cristina.** Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Alcalá de Henares (Colegio Universitario CEU Luis Vives). *Master* de Hacienda Pública y Tributación por el Colegio de Economistas de Madrid y el Instituto de Estudios Fiscales (con calificación de sobresaliente) y *master* of Banking and Finance por la University of Wales, Reino Unido (con grado de distinción). Ha impartido docencia en diversas facultades de Ciencias Económicas, y en la actualidad es profesora de Sistema Financiero Español en la Universidad Nacional de Educación a Distancia. Tiene diversas publicaciones sobre temas de tratamiento fiscal del ahorro, entidades bancarias y finanzas, en general.

**VALLE SÁNCHEZ, Victorio.** Es catedrático de Hacienda Pública. Su actividad profesional en el campo de la investigación económica se ha desarrollado tanto en la Universidad como en centros oficiales y privados. Ha sido director general de Política Financiera en el Ministerio de Economía, presidente del Banco Hipotecario de España, secretario general del Fondo de Garantía de Depósitos de Cajas de Ahorros y director adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Actualmente es director general de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

## 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 Y PRÉSTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia).  
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 POLLENÇA. Pollença (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 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. Terrasa (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 CONFEDERADAS

Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 88. La distribución de la renta en España  
N.º 89/90. Las PYME ante el nuevo entorno económico

### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 72. El control del riesgo de la actividad financiera  
N.º 73. Sistema financiero: Una visión académica (Wolpertinger 2001)

### ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

- N.º 19. El Valle Medio del Ebro

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 164. Ahorro, crecimiento y distribución de la renta  
N.º 165. Presupuestos 2002. Entre la debilidad coyuntural y el crecimiento estable

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

*Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias,*  
de José Manuel González-Páramo y Nuria Badenes Plá

*Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU.,*  
de Carmela Martín y Francisco J. Velázquez

*Tres análisis sobre Cajas de Ahorros y sistema financiero,* de E.P.M. Gardener y otros

EN INTERNET: <http://www.funcas.ceca.es/>



### FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Tfno. 913504400  
suscrip@funcas.ceca.es

AÑO 2001

Deseo suscribirme a:	Pts.	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i> .....	8.800	52,88
Números sueltos .....	2.800	16,82
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> .....	7.500	45,07
Números sueltos .....	2.700	16,22
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i> .....	10.500	63,10
Números sueltos .....	2.000	12,02
<input type="checkbox"/> Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias (un ejemplar) .....	1.700	10,21
<input type="checkbox"/> Series de indicadores de convergencia real para España, el resto de países de la UE y EE.UU. (un ejemplar) .....	1.700	10,21
<input type="checkbox"/> Tres análisis sobre Cajas de Ahorros y sistema financiero (un ejemplar) .....	2.100	12,62
<b><i>Economía y Economistas Españoles</i></b> <input type="checkbox"/> 8 tomos .....	33.040	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 CONFEDERADAS a mi nombre  
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de Ahorros:

Firma o selló.

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

### ¿DE QUÉ MANERA EL CAMBIO DE TENDENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES AFECTA A LA COMPETENCIA Y A LA COOPERACIÓN ENTRE LAS BOLSAS EUROPEAS?

Jean Paul Abraham y Anne Françoise Pirard

Durante la última década hemos asistido en Europa a una creciente integración de los mercados de capitales, al programa de introducción del euro, a una espectacular subida de las cotizaciones bursátiles y a una corrección de las valoraciones irracionales de las empresas tecnológicas. Como resultado de todo lo anterior, se han visto modificadas las relaciones de competencia-cooperación entre las bolsas europeas, cuestión a tratar en el presente artículo.

Entre 1999-2000 el incremento en la volatilidad de las variaciones diarias, no se ha traducido en una retroceso en la actividad y en los beneficios percibidos. Estos efectos a corto plazo se han visto acompañados de cambios estructurales de mayor calado. El impacto más directo se ha producido sobre la difusión de la cultura accionarial. De este modo, los inversores han desplazado sus recursos desde la renta variable hacia títulos de renta fija y mayor liquidez, mientras que las compañías han reducido sus emisiones. Con respecto a la regulación no se han dado las condiciones más favorables para el logro de avances significativos, condiciones que se han dejado sentir sobre la desmutualización de los mercados. En consecuencia, la competencia se ha incrementado, la cooperación se ha visto reducida y se ha intensificado la marginalización de lo *pequeño*. En el futuro es de esperar un crecimiento más equilibrado de la cultura accionarial, de tal forma que las inversiones no se verán concentradas en un número limitado de industrias. Además, se prevé el establecimiento de barreras de entrada a compañías que carezcan de una trayectoria estable, con objeto de minimizar el riesgo sistémico. Finalmente, no se vislumbran avances importantes en el grado de cooperación entre los diversos mercados, sino una intensificación en la competencia.

### REACCIONES DEL MERCADO DE VALORES ANTE LAS ADQUISICIONES DE BANCOS EUROPEOS

Riccardo Ferretti

En las operaciones de fusión y adquisición, el precio pagado por los títulos valores comprende además del precio de puja la denominada «rentabilidad anormal». Dicho componente que refleja tanto la reacción de las cotizaciones de la entidad oferente, como los objetivos en los mercados de valores, recoge en gran medida las causas subyacentes a las operaciones de consolidación, así como los efectos derivados de la regulación.

En el presente trabajo se ofrece evidencia empírica acerca de factores determinantes de la evolución del precio de las acciones correspondientes a las entidades bancarias involucradas en procesos de concentración. Para el caso norteamericano se señala, como el precio de puja y la rentabilidad anormal muestra una relación directa con la rentabilidad y dimensión de la entidad objetivo. Por su parte, en las operaciones de adquisición llevadas a cabo en el contexto europeo, se detecta la existencia de elevados niveles de incertidumbre en torno al precio de las acciones de la entidad objetivo, con especial incidencia en el caso italiano. Distinguiendo por tipo de entidad, se observa como estos efectos desaparecen rápidamente en los bancos comerciales, mientras que en las entidades de naturaleza

cooperativa este desconcierto permanece durante los días posteriores a la fecha del anuncio. En general se constata, la presencia de pagos excesivos cuando el nivel de titularidad de la dirección es mayor, mientras que los órganos de dirección ofrecen altas primas de puja cuando disfrutan de beneficios derivados del control.

### DESREGULACIÓN Y COMPETENCIA EN LAS CAJAS DE AHORROS

Santiago Carbó Valverde, David B. Humphrey y Francisco Rodríguez Fernández

Los procesos de consolidación y liberalización han alterado de forma significativa la estructura competitiva del sector bancario. Este trabajo analiza la evolución de la competencia en el sector de cajas de ahorros desde la perspectiva regional, tratando de comparar los indicadores convencionales de competencia bancaria empleados habitualmente por las autoridades supervisoras, con medidas más directas y exhaustivas. El análisis econométrico revela la escasa vigencia del paradigma de Estructura-Conducta-Resultados (SCP) en la evaluación de la estructura competitiva del sector bancario. En este estudio se muestran las ventajas de emplear el *mark-up* del precio de los activos totales respecto a su coste marginal estimado, en relación con los indicadores empleados en el análisis SCP -como los índices de concentración (HHI)- y con otras medidas directas como los diferenciales básicos de precios de créditos y depósitos. El *mark-up*, a diferencia del resto de indicadores, considera todas las fuentes de ingresos y costes de la entidad, al mismo tiempo que la información que aporta es especialmente interesante desde la perspectiva del usuario de los servicios financieros.

Los resultados del análisis muestran un incremento significativo de la competencia en el sector de cajas de ahorros en España entre 1986 y 1998, en el que los procesos de consolidación no pudieron frenar el impacto de la liberalización para la apertura de sucursales desde 1989, cuyo contribución al incremento de la competencia se cifra en dos tercios del total de la variación. Entre las regiones y por tamaños de entidad no se encontraron diferencias significativas, si bien las cajas que operan en un entorno multimercado presentan valores más reducidos del *mark-up* por término medio, mientras que las de menor dimensión muestran el mayor incremento de la competencia. Debe destacarse, por último, que la mejora competitiva que se deduce del *mark-up* es algo más modesta que la señalada por el resto de indicadores, a la vez que da lugar a una diferente ordenación de las regiones en la evaluación de sus niveles respectivos de competencia.

### UN ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS CAJAS DE AHORROS ITALIANAS

Cesare Bisoni y Stefano Cosma

Durante los últimos años las cajas de ahorros de numerosos países europeos, se han visto sometidas a un intenso proceso de desnaturalización, y por tanto, a su conversión en entidades de «mercado». Múltiples han sido las figuras jurídicas empleadas para llevar a cabo esta transformación, sociedades anónimas en Reino Unido, fundaciones preliminares a sociedades por acciones en Italia, cooperativas en Francia, etcétera.

En el presente artículo se realiza una valoración económica de los resultados de este fenómeno en el caso italiano. Por un lado, destaca la inconclusión del proceso de privatización real, iniciado con la Ley Amato en 1990 y desarrollado posteriormente por la Directiva

Dini (1994) y Decreto Ciampi (1999) con objeto de subsanar las imperfecciones iniciales y lograr los objetivos deseados. Las causas que permiten explicar el fracaso de las medidas empleadas son diversas, destacando las de carácter cultural, organizativo y técnico. Por otro, el análisis de una batería amplia de indicadores parecen indicar, si bien los resultados deben ser interpretados con cautela debido al escaso tiempo transcurrido, como las cajas de ahorros han jugado un papel clave en la reestructuración del sistema bancario italiano. En el desarrollo de su actividad han logrado mantener la importancia relativa de sus diferentes líneas de negocio y su presencia territorial, a la par que han mejorado sus niveles de capitalización y adecuación de su estructura de costes. Distinguiendo por tamaño, las entidades de menor dimensión aparecen como más ineficientes, aun cuando obtienen rentabilidades superiores de sus actividades crediticias tradicionales. Por el contrario, las cajas con altos volúmenes de activo no sólo han mejorado sus niveles de eficiencia, sino que se han involucrado en la organización de grupos bancarios con federados, mediante operaciones de adquisición.

## **CONTRIBUCIÓN DEL SISTEMA BANCARIO AL CRECIMIENTO DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS**

**Marta de la Cuesta, Javier García-Verdugo, Fernando Pampillón y Cristina Ruza**

Las modernas teorías monetarias afirman que las funciones del sistema bancario dependen de su propio grado de desarrollo, y a medida que alcanza la madurez deja de tener una función exclusivamente de reparto de crédito y comienza a ser capaz de crear crédito en unas regiones sin reducirlo en otras. Por tanto, en los sistemas financieros más desarrollados el sistema bancario no solamente aporta una labor de intermediación, sino también de financiación, es decir, de suministro anticipado de liquidez (crédito) que permite el desarrollo de la actividad productiva. La financiación del proceso de capitalización es un asunto fundamental porque condiciona el crecimiento sostenido de la economía. Las nuevas teorías del crédito —basadas en la teoría de la oferta monetaria endógena— afirman que la inversión no depende del ahorro sino de la disponibilidad de crédito, que determina simultáneamente la inversión, la renta y el volumen de depósitos (de acuerdo con la tasa de redepósito). Es decir, los bancos no sólo asignan pasivamente una cantidad limitada de ahorro a la inversión, sino que deciden discrecionalmente el volumen de crédito que van a ofrecer, con lo que determinan la cantidad de dinero e influyen en la actividad económica. Además, cabe destacar su papel como evaluadores del riesgo de los prestatarios, particularmente de pequeñas empresas locales que no tienen acceso al mercado de capitales.

Por otro lado, hay que tener presente que, para algunos autores, el desarrollo económico regional no progresa de forma convergente o equilibrada, al jugar el crédito y las instituciones financieras un papel activo que favorece un crecimiento regional desequilibrado en las economías capitalistas.

Este trabajo analiza el efecto que la disponibilidad de crédito regional en España ha tenido sobre el desarrollo de sus regiones en los últimos años. Pretende evaluar la contribución de los intermediarios bancarios en la concesión y distribución de créditos y creación de dinero al crecimiento regional. Se trata de responder a las siguientes preguntas: 1. ¿En qué medida ha contribuido el crédito bancario al desarrollo económico de España?, y 2. ¿Se han comportado todas las regiones de la misma manera o, por el contrario, el crédito ha creado diferencias en cada una de ellas?

El estudio empírico se aborda desde dos perspectivas distintas: la primera adopta un enfoque agregado de la economía española

para el período 1984-1999, mientras que la segunda se centra en el análisis espacial, considerando de forma individualizada el comportamiento de las 19 autonomías españolas. Las principales conclusiones a las que hemos llegado son:

— Se aprecia una relación estable entre el crédito y el crecimiento económico de las regiones españolas a lo largo de los últimos quince años. Sin embargo, el análisis región a región no ofrece unos resultados concluyentes.

— Se constata que existe una relación más fuerte cuando se toma como variable endógena la renta regional en lugar del PIB regional, lo que puede significar que parte del crédito que se concede en unas regiones se destina a inversiones productivas en otras, cuyas rentas pueden revertir de nuevo a la región de origen.

— Los depósitos regionales no determinan la disponibilidad de crédito en esa área y tampoco influyen significativamente en la renta regional per cápita. Estos resultados confirman, en principio, la hipótesis de partida de este trabajo al afirmar que en las fases avanzadas de desarrollo del sistema financiero el crédito es el factor que determina la prosperidad de una región, y no tanto el ahorro financiero.

## **EL NUEVO ACUERDO DE BASILEA: TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN Y VALORACIÓN DE RIESGOS CREDITICIOS**

**Giuseppina Chesini y Elisabetta Gualandri**

El Nuevo Acuerdo de Basilea es un avance importante en materia de regulación y control de riesgos desde varios puntos de vista: la introducción del riesgo operativo, la importancia otorgada a los modelos y sistemas de control interno con la asignación consiguiendo de un papel de validación a las autoridades, así como la introducción de la disciplina del mercado como medio para garantizar la seguridad del sistema bancario. Todo ello implica una creciente atención al riesgo para los bancos y un nuevo enfoque en los controles que ejercen las autoridades. En el nuevo marco de referencia, se permitirá que los bancos más grandes y sofisticados hagan uso de clasificaciones crediticias internas en lugar de aplicar el enfoque tradicional convencional. Los bancos más activos a escala internacional ya están aplicando ciertos modelos de gestión del riesgo crediticio; se hace necesaria ahora la evaluación de sus implicaciones para el manejo del riesgo y de la cartera crediticia.

## **CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES DE LAS CRISIS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: LECCIONES PARA PREVENIR Y MANEJAR ESTAS CRISIS**

**Alicia García Herrero**

Este trabajo explora la diferente naturaleza de las crisis financieras en las economías emergentes tras la era de Bretton Woods, y argumenta que dichas diferencias no pueden ser explicadas plenamente por ninguna de las dos escuelas tradicionales de pensamiento económico especializadas en crisis financieras: la monetaria, desarrollada por Friedman y Schwartz, y la del ciclo económico, encabezada por Fisher, Kindleberger y Minsky. Revisando las cuatro crisis de mayor importancia que han tenido lugar en los países emergentes en los veinte últimos años, la dependencia externa aparece como el rasgo común más relevante de todas estas crisis, que no se resalta en ninguna de las dos escuelas anteriormente mencionadas. Esta singularidad de las crisis en países emergentes habla en favor de aplicar medidas reparadoras distintas a las que se aplicarían en el

mundo industrializado y que este trabajo extrae, basado en la experiencia de las cuatro últimas situaciones críticas importantes, para la prevención y el manejo de las crisis.

## **APLICACIÓN DE ESTRATEGIAS DE UNIFICACIÓN DE PRECIOS EN LA BANCA MINORISTA EN EUROPA**

**Merja Mankila**

Este artículo presenta los resultados de un estudio empírico sobre las estrategias de unificación de precios desarrolladas en el Sur, centro y Norte de Europa. Se definen tres modelos básicos de unificación de precios: la unificación de eficiencia en costes, unificación de ventas cruzadas y unificación de fidelización. La unificación de precios se empezó a aplicar en la banca minorista europea durante la década de los ochenta. La unificación de precios se considera como una estrategia importante en mercados cada vez más competitivos y se espera que en el futuro pueda satisfacer a clientes cada vez más sofisticados. La unificación de precios que aplican los bancos encuestados puede ser explicada por las condiciones competitivas vigentes en los mercados bancarios minoristas con base en los objetivos de las entidades, sus ventajas competitivas y las condiciones de mercado. Aunque existen diferencias geográficas en la aplicación de unificación de precios, existe un elemento común a todos los mercados, que es el trasvase de los clientes a otras entidades, amenaza que se identificó como la principal fuerza impulsora de la competencia.

## **CONDICIONES PARA LA REALIZACIÓN DE INVERSIONES RENTABLES EN COMERCIO ELECTRÓNICO**

**Göran Bergendahl**

El comercio electrónico (*eCommerce*) es un nuevo concepto en el ámbito comercial, el cual implica la comercialización, contratación y pago de servicios mediante internet. En consecuencia, el comercio electrónico supone un cambio estructural radical en materia de sistemas informáticos, marketing, logística y pagos.

En el presente trabajo se analiza la rentabilidad de las inversiones en el ámbito del comercio electrónico. En primer lugar (en el apartado II) se define qué se entiende por inversión en *eCommerce*, operación que consiste en: la instalación de un sistema de tecnología de la información destinado a la prestación de servicios en la *web* y el

establecimiento de una base de clientes para la gestión de ventas. Los recursos destinados a la tecnología de la información dependen de la personalización de los productos. Si los servicios se encuentran estandarizados, no necesitan de cambios frecuentes o son bien conocidos por los clientes, la información complementaria será menor y, por lo tanto, resultará menos costoso el sistema de tecnología de la información. La inversión en comercialización depende del conocimiento de la marca por parte del cliente. Las empresas de *eCommerce* que han nacido en la red deben dedicar una cantidad sustancialmente mayor de recursos a comercialización que las firmas que «pasan a la red».

Estas inversiones deben traducirse en mayores ingresos para la empresa, mejores servicios para los clientes, un sistema logístico más eficiente y un sistema de pagos de menor coste. Sus beneficios y costes se analizan en los apartados III y IV. Teniendo en cuenta la evidencia empírica disponible, en el apartado V se determinarán las condiciones necesarias para la realización de inversiones rentables. Finalmente, se recogen las principales conclusiones en el apartado VI.

## **EL GOBIERNO DE LAS EMPRESAS BANCARIAS EN LA UNIÓN EUROPEA: RASGOS DISTINTIVOS, CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y PERFORMANCE**

**Juan A. Maroto y Mónica Melle**

Las prácticas de buen gobierno en las organizaciones bancarias juegan un papel fundamental tanto en la definición de las estrategias como en la gestión de los riesgos operativos de las entidades. En el futuro, esas prácticas jugarán también un papel complementario en la supervisión bancaria, y pueden contribuir al desarrollo de una eficaz colaboración entre la dirección de las entidades bancarias y las autoridades supervisoras. En la actualidad, sin embargo, existen diferencias estructurales importantes tanto entre la legislación y el marco regulador de los distintos países como entre las funciones que desempeñan en ellos los mercados de control de empresas. A lo cual cabe añadir las diferencias institucionales entre entidades de depósito, que pueden adoptar la forma de bancos privados, cajas de ahorros, mutuas y cooperativas de crédito. Partiendo de esas premisas, este artículo analiza los diferentes sistemas de gobierno de empresas en los países europeos; estudia si los actuales códigos de buen gobierno tienden a converger hacia un único código estándar; y ofrece varias aproximaciones empíricas a la posible relación existente entre las características institucionales de los países europeos y la calidad del gobierno de sus empresas, así como entre las prácticas de gobierno de algunos grandes bancos europeos y su *performance*.





**E**

L sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

*Pedidos e información:*

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS  
DE AHORROS CONFEDERADAS  
PARA LA INVESTIGACIÓN  
ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19  
28036 Madrid

Teléfono: 91 350 44 00

Fax: 91 350 80 40

Correo electrónico:  
suscrip@funcas.ceca.es

P.V.P.: 2.700 ptas. (IVA incluido)

ISSN 8411329564



9 778411 329560