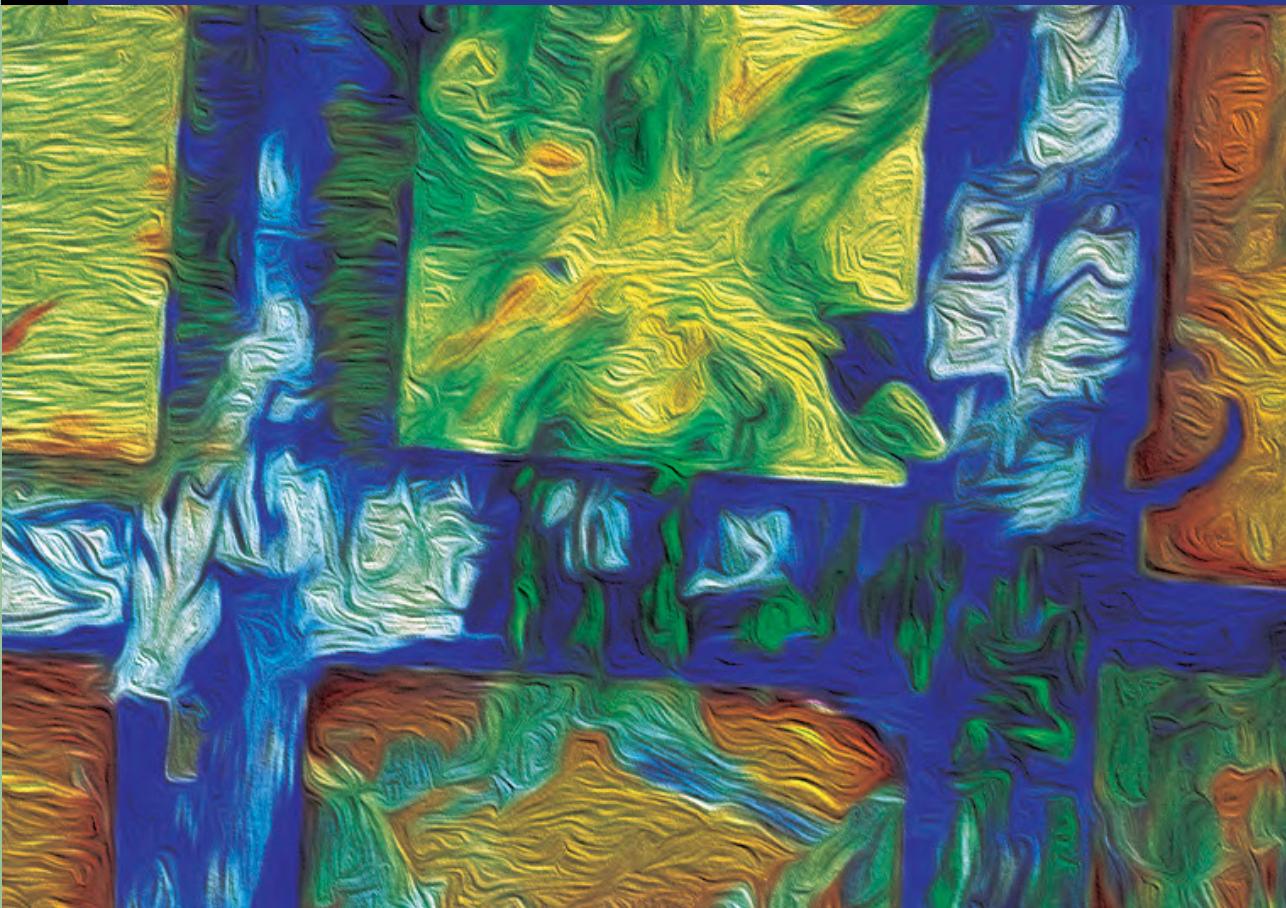


EKONOMIAZ

III . 2013

Banca y crecimiento regional



EKONOMIAZ

N.º 84 - 3^{er} CUATRIMESTRE - 2013



Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia

Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco

Vitoria-Gasteiz, 2013

ERREDAKZIO KONTSEILUA

Alberto Alberdi Larizgoitia (Zuzendaria)
Ogasun eta Finantza Saila. Eusko Jaurlaritza
Javier Gúrpide Ibarrola (Zuzendariordea)
Ogasun eta Finantza Saila. Eusko Jaurlaritza
Alexander Boto Bastegieta - *Ihobe*
Jon Barrutia Güenaga - *UPV-EHU*
Sara de la Rica Goirizelaia - *UPV-EHU*
Josune Sáenz Martínez - *Deustuko Unibertsitatea*
Jesús Ferreiro Aparicio - *UPV-EHU*
Mikel Navarro Arancegui - *Deustuko Unibertsitatea*

AURKEZPENA

Economiaz lau hillean behingu aldizkaria da, 1985etik Eusko Jaurlaritzaren Ogasun eta Finantza Sailak argitaratuta. Erredakzio Kontseilu profesional batek zuzentzen du eta bere helburu nagusia analisia eta eztabaidea ekonomikoa bultzatzea da, herraldeko ikuspuntuarekin eta arreta berezia jartzen eremu aplikatueri eta euskal ekonomiari. Argitalpenaren profila eta helburuak ale honen amaieran eta aldizkariaren web orrian kontulta daitezke.

ADMINISTRAZIOA ETA ERREDAKZIAO

Ogasun eta Finantza Saila
Donostia-San Sebastián, s/n.
01010 Vitoria-Gasteiz
T.: 945/01 90 38. Administración
945/01 90 36. Redacción
<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>
E-mail: economia@ej-gv.es

ARTIKULUEN BIDALKETA

EKONOMIAZ aldizkarian parte hartu nahi dutenen Eusko Jaurlaritzako Ogasun eta Finantza Sailera igori beharko dituzte beren idazlanak (bidali Erredakzioa).

Erredakzio Kontseiluak beretatz gortetzan du jasotako artikuluak argitaratzeko eskubidea, aurrez ebaluatzaile anonimo biren iritzia ezagutuko duelarik. Idazlana argitaratzeak ez du, berez, edukia-rekiko adostasunik adierazi nahi. Artikuluaren erantzukizuna egilearenan izango da eta ez beste inorenra. Artikuluak aurkezteko darrauak ale honen amaieran eta aldizkariaren web orrian kontulta daitezke.

ALDIZKARIEN KALITATEA

EKONOMIAZ aldizkariko artikuluak datu-base hauetan daude indexatuta: CSICeko ISOCen eta American Economic Association elkarteko Journal of Economic Literature-k argitaratzen dituen JEL —CD formatuan—, e-JEL eta EconLit-en, LATINDEXen, DIALNET alerta-sarean, DOAJ katalogoa eta RePec-en.

JABETZA ESKUBIDEAK

EKONOMIAZek, hau da, Euskal Autonomia Erkidegoko Administrazioak, EKONOMIAZ aldizkarian argitaratuko diren artikulu originalen jabetza eskubide guztiak dauzka, zeintzuk Creative Commons  lizenziaren arabera kudeatuko diren.

CONSEJO DE REDACCIÓN

Alberto Alberdi Larizgoitia (Director)
Departamento de Hacienda y Finanzas. Gobierno Vasco
Javier Gúrpide Ibarrola (Subdirector)
Departamento de Hacienda y Finanzas. Gobierno Vasco

Alexander Boto Bastegieta - *Ihobe*
Jon Barrutia Güenaga - *UPV-EHU*
Sara de la Rica Goirizelaia - *UPV-EHU*
Josune Sáenz Martínez - *Universidad de Deusto*
Jesús Ferreiro Aparicio - *UPV-EHU*
Mikel Navarro Arancegui - *Universidad de Deusto*

PRESENTACIÓN

Economiaz es una revista cuatrimestral editada desde el año 1985 por el Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco y dirigida por un Consejo de Redacción profesional que tiene por objetivo principal fomentar el análisis y el debate económico con un enfoque regional y especial atención al campo aplicado y señaladamente a la economía vasca. La línea editorial y objetivos de la revista se pueden consultar al final de este ejemplar, así como en la página web de la revista.

REDACCIÓN Y ADMINISTRACIÓN

Departamento de Hacienda y Finanzas
c/ Donostia-San Sebastián, s/n.
01010 Vitoria-Gasteiz
T.: 945/01 90 38. Administración
945/01 90 36. Redacción
<http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>
E-mail: economia@ej-gv.es

ENVÍO DE ARTÍCULOS

Todas aquellas personas que deseen colaborar en EKONOMIAZ deberán enviar sus artículos al Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco (Redacción de la revista).

El Consejo de Redacción se reserva el derecho de publicar los artículos que reciba, previo sometimiento a un proceso de evaluación anónima doble por pares académicos. Su publicación no significa necesariamente el acuerdo con el contenido que será de responsabilidad exclusiva del autor. Las normas de presentación de los artículos se pueden consultar al final de este ejemplar así como en la página web de la revista.

CALIDAD DE LA REVISTA

Los artículos de EKONOMIAZ son indexados en las bases de datos ISOC del CSIC y JEL en CD, e-JEL y EconLit del Journal of Economic Literature de la American Economic Association, LATINDEX, en la red de alertas DIALNET, en el directorio DOAJ y en RePec.

DERECHOS DE PROPIEDAD

EKONOMIAZ (la Administración General de la Comunidad Autónoma de Euskadi) es la titular de todos los derechos de propiedad intelectual de los artículos originales publicados en EKONOMIAZ, que serán gestionados conforme a la licencia Creative Commons .

Edita:	Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco Donostia-San Sebastián, 1 - 01010 Vitoria-Gasteiz
Diseño y maquetación:	Miren Unzurrunzaga Schmitz
Depósito Legal:	BI 2017-1985
ISSN:	0213-3865
Impresión:	G.Z. Printek

Economiaaz aldizkariak Juan Francisco Santacoloma (Barakaldo, 1944) ekonomista gogoan izan nahi du orri hauetatik, Deustuko Unibertsitateko Makroekonomia irakaslea zena pasa den irailaren 27an hil egin baitzen. Halaber, aldizkariaren Erredakzio Kontseiluko kide gisa 1999-2009 hamarraldian egin zuen lana goraipatu nahi du.

Economiaaz quiere sumarse al recuerdo de la memoria del economista Juan Francisco Santacoloma (Barakaldo, 1944), profesor de Macroeconomía de la Universidad de Deusto, fallecido el pasado 27 de setiembre, y expresar su reconocimiento por la labor que como miembro de su Consejo de Redacción desempeñó durante el decenio 1999-2009.

SUMARIO

BANCA Y CRECIMIENTO REGIONAL

Coordinador: Carlos J. Rodríguez Fuentes

Presentación	9
Aurkezpena	19
Presentation	29
La banca y el crecimiento económico regional. Una panorámica de la literatura	38 Carlos J. Rodríguez Fuentes
Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925. La dificultad de la devaluación interna	66 Antonio Torrero Mañas
Transformaciones en la estructura financiera: implica- ciones para la financiación de la economía española	92 Santiago Carbó Valverde Julia García Cabello
Good banks and bad banks, centralised banks and local banks and economic growth	110 Victoria Chick, Sheila Dow Carlos J. Rodríguez Fuentes
La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones	128 Ángel Berges, Emilio Ontiveros Francisco J. Valero
La política monetaria única y sus efectos regionales	156 Carlos J. Rodríguez Fuentes, Fernanda Faria Silva David Padrón Marrero
Can relationship banking survive the Spanish economic crisis?	182 Gary A. Dymski
Financiación de la pyme española: análisis de la evolución reciente y nuevas perspectivas	204 Yaiza Armas Cruz, Esperanza Gil Soto, Estefanía Hernández Estárico, Sandra Morini Marrero
El sistema bancario y la financiación del crecimiento de la economía vasca	236 Alberto Alberdi Larizgoitia

OTRAS COLABORACIONES

**El patrón del crecimiento potencial de la economía
vasca entre 1970 y 2020: ¿Puede ser considerado
un modelo a seguir?**

**Impact of a new accounting standard on social
and environmental mandatory reporting in financial
statements: The case of largest companies
in Gipuzkoa (2007-2008)**

274 Antonio Calvo Bernardino,
Ana Cristina Mingorance Arnáiz
Carolina Bermejillo Ibáñez

320 Nagore Aranguren Gómez,
Elena Ochoa Laburu
Juan L. Ochoa Laburu

Presentación

9

El objetivo de este número de la revista *Ekonomiaz*, que lleva por título «Banca y crecimiento regional», es el de analizar la influencia que ejerce el sistema bancario y la política monetaria sobre el crecimiento económico regional, entendiendo por regional tanto espacios económicos diferenciados dentro de una economía nacional, como estados soberanos dentro de unidades económicas de ámbito supranacional.

Es sobradamente conocido que las excepcionales y favorables condiciones financieras (reducidos tipos de interés y elevados ritmos de crecimiento en el volumen de crédito bancario) que existieron desde finales de los años noventa del pasado siglo hasta bien adentrada la segunda mitad de la primera década del actual siglo XXI, no sólo contribuyeron de forma destacada al extraordinario crecimiento registrado en ese período en la economía española, sino que, en cierta medida, también resultaron responsables de la deformación del modelo de crecimiento de esos años y del aumento de la vulnerabilidad e inestabilidad financiera que acabó por desencadenar la profunda crisis que llevamos padeciendo desde 2008. Entendemos que este elemento justifica, sobradamente, la oportunidad de la decisión del Consejo de Redacción de *Ekonomiaz* al proponer, con la programación de este número monográfico de la revista, estudiar la influencia que los factores monetarios y financieros pueden ejercer sobre el crecimiento regional, así como las implicaciones que para este último se pueden derivar del nuevo panorama bancario que está emergiendo en España tras la crisis.

No podemos pasar por alto, sin embargo, que el objetivo señalado constituye una tarea extremadamente ambiciosa y compleja, porque no se trata sólo de estudiar por separado dos elementos (sistema bancario y crecimiento) que de por sí tienen ya una complejidad intrínseca elevada y son susceptibles de ser abordados desde perspectivas muy distintas. La dificultad del reto que se plantea es mayor aún: en primer lugar, porque el análisis de la influencia de «lo financiero» sobre el crecimiento requiere, implícitamente, concretar las relaciones (y retroalimentaciones) que pueden darse entre ambos elementos; en segundo lugar, requiere identificar aquellos elementos de la estructura financiera que mejor contribuyen a la consecución de un crecimiento equilibrado y sostenido desde el punto de vista regional, lo cual no resulta una tarea trivial, habida cuenta la enorme expansión y sofisticación que han adquirido las finanzas en estas últimas décadas, y las reflexiones que la presente crisis ha suscitado en torno a su funcionalidad económica.

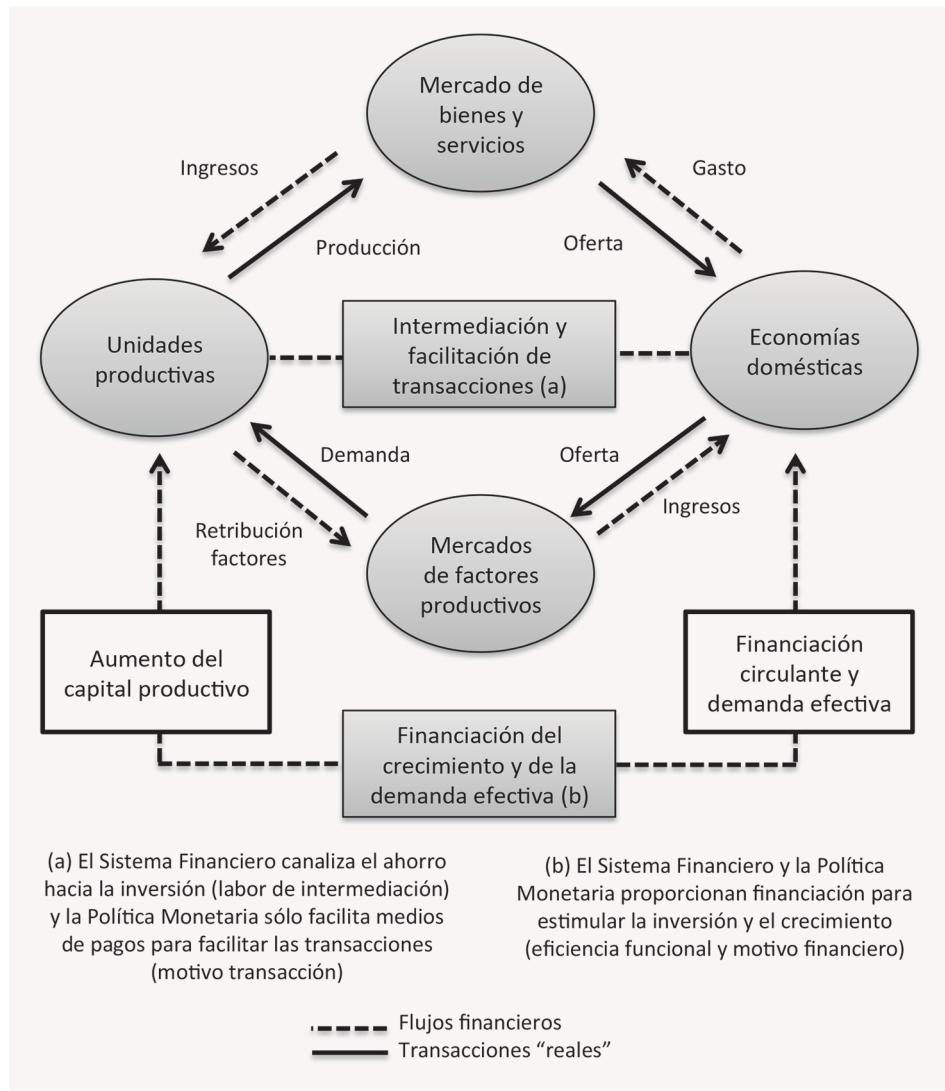
Para afrontar esta ardua tarea, resulta muy tentador recurrir a los modelos convencionales de crecimiento económico, en los que el análisis de la contribución del sis-

tema financiero al crecimiento se reduce a la identificación de los fallos de mercado y las asimetrías en la información que le impiden desempeñar adecuadamente su labor de intermediación, y de este modo realizar una asignación ineficiente de los recursos financieros disponibles a escala espacial. Pero no debemos pasar por alto que la elección de esa alternativa, que como señalaremos seguidamente se ha construido sobre el pilar dogmático del principio de neutralidad monetaria que defiende la teoría ortodoxa, supondría, además de una simplificación del análisis a desarrollar, una autocensura, pues los principios de neutralidad monetaria y bancaria no permitirían la entrada en el análisis a otras funciones distintas a la de intermediación y facilitación de las transacciones, que serían las únicas y fundamentales reconocidas al sistema financiero en este contexto analítico y a la política monetaria en relación con el crecimiento. Con esta visión, estaríamos excluyendo del análisis cuestiones de tanta actualidad como pertinencia en los tiempos que corren, como son las intervenciones de la autoridad monetaria para estimular el crecimiento, garantizar la estabilidad financiera, y estimular la provisión de crédito por parte de las entidades crediticias para facilitar el aumento del *stock* de capital productivo, la financiación del capital circulante o el estímulo de la demanda efectiva en un contexto de profunda recesión como el que permanece en la economía española desde hace algunos años.

Pero obviamente, queremos insistir, el análisis y consideración de todas estas situaciones que nos interesa abordar, resultaría incompatible con el mantenimiento del principio (o dogma) de neutralidad monetaria que se asume en el enfoque convencional, en donde siempre ha resultado complicado, cuando no incómodo, integrar de un modo satisfactorio las variables monetarias y financieras en la modelización del funcionamiento del sistema económico, hasta el punto de que en muchas ocasiones el análisis se desarrolla en términos reales, y se asume que las conclusiones alcanzadas son igualmente válidas en un mundo con dinero y mercados financieros.

El argumento de la neutralidad monetaria también ha servido a los especialistas en economía regional para descartar al dinero y los flujos financieros a la hora de analizar los factores determinantes del crecimiento regional, al no apreciar razón alguna que permita cuestionar la validez de este principio en el plano regional. Pero la no consideración de los factores financieros y monetarios en el crecimiento regional también se ha justificado por otros dos motivos. En primer lugar, la inutilidad de los estímulos monetarios y financieros se ha justificado por la extrema apertura y perfecta movilidad del capital financiero a nivel interregional, lo cual conduciría a la imposibilidad de poder mantener unas condiciones monetarias diferenciadas a las del «resto del mundo». En segundo lugar, la irrelevancia monetaria a escala regional también obedecería al hecho de que las economías regionales (entre las que habría que incluir también a las economías nacionales que formen parte de una unión monetaria) no dispongan de los instrumentos monetarios convencionales con los que sí cuentan las economías nacionales con soberanía económica y política plenas, como son la política monetaria, el instrumento del tipo de cambio, y la política de regulación financiera y bancaria, por ejemplo.

Figura 1. LAS FUNCIONES DE INTERMEDIACIÓN Y FINANCIACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO



Por todos estos motivos se ha concluido que, al carecer de identidad monetaria regional, lo financiero no constituye una palanca factible a la que podríamos recurrir a la hora de intentar influir sobre la dinámica económica regional. Pero una cosa es que no exista la posibilidad de usar esa palanca, por las razones que sean, y otra bien distinta es que la posición fija en la que se encuentra esa palanca no esté condicionando los resultados económicos que observamos, o que en el caso de poder recuperar el uso de esa palanca, pudiéramos solventar los problemas de crecimiento y atraso que estuvieran padeciendo algunas regiones. Y es que, además de

otras muchas razones que podrían alegarse para justificar el descarte de los aspectos financieros entre el argumentario del crecimiento económico regional, llama la atención lo inadecuado que resulta defender el supuesto de neutralidad monetaria en el plano regional, porque la existencia de importantes desigualdades espaciales en materia de disponibilidad y grado de utilización de los factores productivos, potencial de producción, especialización, etc., podrían ocasionar que los estímulos monetarios o financieros produjeran efectos regionales dispares y con efectos duraderos sobre el nivel de producción en algunas regiones.

A pesar de lo señalado en el párrafo anterior, la teoría monetaria ortodoxa siempre ha sostenido que, a largo plazo, el crecimiento de la renta real, ya sea a escala nacional o regional, tan sólo depende de factores reales que nada tienen que ver con lo monetario, por lo que el dinero (y lo financiero) es considerado como un velo que sólo influye en la determinación del nivel de precios (inflación). Por extensión, dentro de este modelo se sostiene, además, que el sistema bancario también desempeña un papel neutral en el desarrollo regional, por cuanto las instituciones financieras tan sólo se limitan a redistribuir regionalmente la oferta monetaria nacional.

Tan sólo en el corto plazo, y bajo ciertos supuestos que se camuflan bajo el rótulo de fallos de mercado (información incompleta y rigidez de precios), se contempla la posibilidad de que la política monetaria y el sistema bancario puedan influir en la esfera real, aunque siempre de un modo negativo, ya sea mediante la generación de fluctuaciones del nivel de producción sobre su trayectoria de largo plazo (cuando existe rigidez de precios en los mercados), o cuando la existencia de fallos de mercado, a modo de asimetrías en la información o elevados costes de transacción, segmentan los mercados regionales de crédito e impiden una asignación eficiente del crédito. Sin embargo, es importante destacar que, en ausencia de tales fallos de mercado, la teoría siempre postula la existencia de vasos comunicantes que, al garantizar los flujos financieros interregionales, se logra alcanzar la situación de equilibrio competitivo que aseguraría una distribución regional eficiente de los recursos financieros, a modo de salida de recursos desde las regiones en las que los recursos financieros disponibles (ahorro) excedieran a sus potenciales usos (inversión), hacia aquellas otras en las que se registrasen excesos de demanda.

Por lo tanto, se suele concluir desde esta perspectiva que, si no existieran barreras que impidan inmovilizar los recursos y los intermediarios bancarios actuaran de un modo eficiente, las regiones nunca se enfrentarían a un problema financiero de racionamiento del crédito. En este enfoque los flujos financieros interregionales estarían siendo dirigidos por las «fuerzas del mercado» (tipos de interés y rentabilidad de la inversión) hacia los lugares en donde son más reclamados, por lo que el sistema bancario estaría estimulando positivamente el crecimiento económico global de la sociedad; proceso éste que, de una u otra forma, también terminará «salpicando» positivamente a las regiones menos favorecidas.

Y aunque algunos autores reconocan que este resultado sí que podría contribuir a la perpetuación de las diferencias interregionales, en la medida en que las regiones exportadoras de ahorro verían reducido el volumen de fondos prestables para financiar sus proyectos de inversión y, además, incrementaran su dependencia financiera respecto de las regiones más desarrolladas, se alega que nunca podría hablarse de comportamiento discriminatorio en la actuación del sistema bancario, que sólo actúa guiado por las señales que da el mercado, y son reflejo de las diferencias regionales en términos de potenciales y posibilidades reales de crecimiento.

Sin embargo, el argumento convencional que hemos resumido en el párrafo anterior, que atribuye al dinero y al sistema bancario un papel neutral en el crecimiento económico regional, o incluso negativo, en caso de que operen ciertas condiciones que se califican como «fallos de mercado», ha sido rebatido por otros planteamientos teóricos que, al rechazar expresamente el principio de neutralidad monetaria, permiten reconocer otras vías de influencia del sector financiero sobre el crecimiento. Este es el caso de la teoría postkeynesiana sobre los mercados regionales de crédito que, además de rechazar expresamente el supuesto de neutralidad monetaria, apoya su análisis en dos elementos novedosos para profundizar en los factores determinantes del volumen de crédito regional: a) el nivel de desarrollo alcanzado por el sistema bancario, y b) los cambios en la preferencia por la liquidez de todos los agentes implicados en el proceso de creación de crédito a escala regional, a saber, los ahorradores, los oferentes de crédito (entidades bancarias) y los demandantes (inversores).

Al incorporar en su análisis el nivel de desarrollo del sistema bancario, los autores postkeynesianos rechazan que los intermediarios bancarios cumplan exclusivamente un papel pasivo de intermediación entre ahorradores e inversores, ya que, al menos en las economías más desarrolladas desde el punto de vista económico y financiero, el sistema bancario dispone de abundantes medios para aumentar la oferta de crédito más allá de lo que le permite su base de depósitos. De lo anterior se desprende, inmediatamente, que la función que desempeña el sistema financiero en una economía desarrollada no puede ceñirse a la mera labor de intermediación entre ahorradores e inversores que se reconoce habitualmente, sino que además se extiende a lo que podría calificarse como labor de financiación, en la medida en que ahora el sistema bancario no sólo redistribuye los recursos que previamente haya podido captar en forma de depósitos, sino que también dispone de otros muchos medios para ampliar su oferta de crédito en algunas regiones sin necesidad de reducirlo en otras. Es precisamente mediante el uso de esta función lo que permite al sistema financiero influir positivamente sobre el nivel de actividad económica en la región. Además, desde esta perspectiva la cuestión relevante a abordar empíricamente no es ya la de cuantificar las cuotas de participación regional en el volumen de crédito global (el reparto del crédito), sino por qué los oferentes (bancos) y demandantes de crédito (inversores) de determinadas regiones no están dispuestos a prestar y en-

deudarse más, respectivamente (la creación de crédito), y *cómo* podríamos actuar desde la política económica para facilitar la creación de crédito en determinadas regiones, lo cual exige un análisis de tipo contextual, y no puramente teórico.

Otra hipótesis relevante que se desprende del análisis postkeynesiano es que, dado que la creación de crédito en las economías más desarrolladas dependerá del comportamiento de los oferentes (bancos) y demandantes (inversores) de crédito y, particularmente, de los cambios registrados en sus respectivas preferencias por la liquidez, es previsible que las economías menos desarrolladas se enfrenten a patrones de disponibilidad de crédito más inestables ya que éstas sufren mayores cambios en su preferencia por la liquidez a lo largo del ciclo económico y podrían disponer de sistemas bancarios menos desarrollados. Por lo tanto, la hipótesis que se desprende de este marco de análisis es que las regiones menos desarrolladas se enfrentan a un patrón de disponibilidad de crédito muy sensible al ciclo económico, y no sólo a una participación decreciente en el total del crédito bancario proporcionado a nivel nacional, que es lo que suele señalar la teoría convencional.

De lo expuesto hasta ahora en esta Presentación se podría concluir que, a pesar del avance que se ha producido en las últimas décadas en la investigación sobre la influencia que ejercen los factores monetarios y financieros en el desarrollo económico regional, son muchas aún las incógnitas que restan por despejar. La crisis actual, además, ha abierto nuevos frentes que desde algunas perspectivas teóricas se pensaba (erróneamente) estaban cerrados. Pero lejos de interpretar esto como un aspecto negativo que ha puesto en tela de juicio hipótesis y teorías financieras consolidadas, debería ser aprovechado por la comunidad científica para iniciar una reflexión autocritica sobre la funcionalidad de las finanzas. Pero si esta reflexión no se produce, mucho nos tememos que esta crisis, que aún sigue viva y coleando en países como España, no servirá siquiera para intentar encauzar mejor la próxima, porque lamentablemente la inestabilidad financiera es un elemento intrínseco al desarrollo de la economía de mercado, como tan acertadamente han señalado economistas de tanta altura intelectual como John Maynard Keynes y Hyman Minsky, a los que la ortodoxia económica y los responsables de la política económica han conocido demasiado tarde (sobre todo a Minsky), y a los que en muchas ocasiones han interpretado mal.

Desde hace ya varios años destacados analistas, y también creadores de opinión, llevan reclamando una actuación firme y contundente por parte de las autoridades económicas para reestructurar un sector financiero que ahora no sólo se considera sobredimensionado, sino también disfuncional, por el creciente desacoplamiento que se observa entre las finanzas y el crecimiento. Pero hace ya muchísimos años que, autores tan poco sospechosos de ser catalogados de heterodoxos, como James Tobin, confesaban su escepticismo acerca de que el funcionamiento libre del mercado pudiera asegurar la eficiencia del sistema financiero, y por ello Tobin manifestó abiertamente (en los años ochenta del pasado siglo) su visión contraria a las corrien-

tes de liberalización y desregulación que se propugnaban en ese momento, porque consideraba que no constituían una garantía para conseguir también la «eficiencia funcional» del sistema. Hoy parece que nos volvemos a hacer eco de estas observaciones, e incluso algunos van más allá, al señalar que hay que poner coto al «lado oscuro de las finanzas», cuando hace años clamaban que no se podían poner puertas al campo, particularmente en el mundo finanzas. ¡Qué paradójico!

Por lo tanto, mucho nos tememos que, tan pronto como se aviste la salida del túnel, y se certifique contablemente que la crisis ha pasado, el péndulo del debate sobre las cuestiones financieras bascule al extremo opuesto en el que se encuentra hoy. Esperamos equivocarnos, pero la historia nos dice que... algunos errores suelen repetirse. Por eso creemos que resulta tan importante, y oportuno, poder dejar por escrito las reflexiones que hoy en día un conjunto de investigadores sobre el sector financiero han querido hacer en relación con las implicaciones para el crecimiento y el desarrollo regional del nuevo panorama financiero y bancario que está emergiendo en España tras la crisis. Y es muy bueno, creemos, que estas reflexiones se hayan hecho desde perspectivas teóricas, posicionamientos metodológicos y dimensiones históricas y espaciales dispares, porque esta disparidad proporcionará al lector interesado una visión plural y enriquecedora sobre las cuestiones tratadas. Esa ha sido la intención que nos ha orientado en el diseño de los contenidos, cuyo resultado solo podrá ser juzgado por el lector.

Las nueve contribuciones recogidas en el número se han agrupado en tres bloques. El primer bloque se abre con el trabajo de **Carlos Rodríguez**, en el que se ofrece una síntesis de la literatura que se ha interesado por las repercusiones regionales derivadas del funcionamiento del sistema bancario, incluyendo en esta revisión las contribuciones más recientes que se han ocupado del estudio de la relación *finance-growth*. El objetivo final de este análisis es el de resaltar el papel central y no neutral que desempeñan las entidades bancarias en el crecimiento económico regional, y no sólo por la supuesta existencia de asimetrías de información y fallos de mercado que segmentan los mercados regionales de crédito, sino también por la existencia de diferencias espaciales-regionales en las estrategias crediticias de las entidades, lo cual influye en la oferta y disponibilidad de crédito regional.

Seguidamente, el profesor **Antonio Torrero** se adentra en el análisis de una cuestión que, lamentablemente, tiene una gran actualidad desde hace unos años en nuestro país: las posibilidades y efectos de una «devaluación interna». El análisis del profesor Torrero-Mañas, que se apoya en su exhaustivo conocimiento sobre la obra y pensamiento de John Maynard Keynes y se inspira en la experiencia del regreso al Patrón Oro por parte de Reino Unido en 1925, resulta de gran interés no sólo por cuanto ilustra claramente las repercusiones reales, a nivel sectorial y microeconómico, que se pueden derivar de decisiones de tipo monetario, sino también porque pone al descubierto, claramente, la ingenuidad y miopía con la que en (demasiadas) ocasiones se analizan las repercusiones reales de los fenómenos financieros.

En el tercer trabajo de este primer bloque, escrito por los profesores **Santiago Carbó** y **Julia García**, se describen las transformaciones acaecidas en la estructura del mercado bancario español durante la crisis financiera, así como sus peculiaridades, al tiempo que se evalúan los efectos que esos cambios han podido ejercer sobre los canales de financiación de la economía española. En particular, en este trabajo se estudia si la generación de circuitos internos de liquidez de las entidades financieras españolas ha logrado contrarrestar la menor oferta de crédito bancario en una etapa caracterizada por la elevación de la morosidad y la contracción de la oferta de crédito.

Como cierre a este primer bloque, en el trabajo de **Victoria Chick, Sheila Dow** y **Carlos Rodríguez** se analizan las características y rasgos que deben prevalecer en un sistema bancario que pretenda contribuir al crecimiento económico, empleando en este análisis argumentos y planteamientos que se sustentan no sólo en el ámbito teórico, sino también en la evidencia y experiencia histórica que ha generado la extraordinaria transformación experimentada por el sistema bancario español en las últimas décadas.

El segundo bloque de la revista está integrado por otros cuatro trabajos que, de muy distintas formas, intentan llevar el análisis al campo regional. Este segundo bloque comienza con el trabajo de **Angel Bergés, Emilio Ontiveros** y **Francisco José Valero**, en el que se analizan los efectos y de la crisis bancaria y de deuda soberana sobre la economía española, así como sus respectivas retroalimentaciones e importantísimas y negativas implicaciones sobre el buen desempeño de la función asignada al sistema financiero y bancario español: la financiación de la actividad económica productiva. De dicho análisis concluyen con: la necesidad de una unión bancaria europea y una única supervisión, eliminar los problemas de transmisión de la política monetaria del BCE para que llegue la financiación a las empresas, y el inicio de la compra directa de deuda pública por el BCE.

Seguidamente, el trabajo de **Carlos Rodríguez, Fernanda Faría** y **David Padrón** se dedica al estudio de los efectos asimétricos que ha podido ocasionar la política monetaria única en los países integrantes de la eurozona. Para abordar esta cuestión, en el trabajo se ofrece una síntesis sobre la evidencia empírica que se ha ido generando en estos casi quince años de trayectoria de la eurozona al respecto de las asimetrías regionales de la política monetaria única. El propósito que se persigue con este análisis es doble: a) propiciar una reflexión al respecto de los resultados empíricos obtenidos hasta la fecha y, b) proponer algunos cambios en el actual marco operativo de la política monetaria del Banco Central Europeo con la finalidad de atenuar esos efectos.

Los dos últimos trabajos recogidos en este segundo bloque se centran en el análisis de la banca relacional y los factores determinantes del acceso a la financiación externa en la pyme en España. De este modo, el trabajo de **Gary A. Dimsky** estudia el importante papel que puede desempeñar la banca relacional en España a la hora de proporcionar financiación al sector productivo, así como las dificultades que las importantes transformaciones que se viven en el sector financiero español pueden

acabar acarreando para este segmento, que pueden terminar por ocasionar una reducción en la disponibilidad de crédito en las regiones menos desarrolladas.

Por su parte, **Yaiza Armas, Esperanza Gil, Estefanía Hernández y Sandra Morini** analizan los factores determinantes del acceso a la financiación externa, con especial referencia a la crisis y sus efectos en la financiación de la pyme en España entre los años 2009 y 2011. Así, los resultados indican que el sector, tamaño y edad de la empresa influyen en la obtención, uso y eficacia de la financiación, así como en las expectativas que tienen de conseguirla.

Por último, en el tercer bloque del número se recoge un trabajo que centra su atención en el análisis del sistema bancario del País Vasco. En este trabajo, **Alberto Alberdi** analiza el papel del sistema bancario en la financiación del impresionante proceso de crecimiento registrado por la economía vasca desde 1980 y, en particular, durante el último ciclo que desembocó en la Gran Recesión. El análisis desarrollado en este trabajo muestra cómo, a pesar de la relativa solvencia de su posición exterior, la economía vasca también ha participado activamente de la ola de *financiarización* que condujo a la actual crisis, con un desmedido crecimiento del crédito, especialmente debido al boom hipotecario y, también, a las inversiones financieras dirigidas a la conformación de grupos empresariales. El trabajo concluye que, tras la crisis y el desplome del crédito, en el País Vasco también se aprecian signos de restricción crediticia (*credit crunch*) y escasez de capital (*capital crunch*) que, ante las nuevas exigencias regulatorias, puede añadir nuevas dificultades a la recuperación económica.

En el apartado de *Otras colaboraciones* ofrecemos dos trabajos. En el primero **Juan Antonio Calvo, Ana Cristina Mingorance y Carolina Bermejillo** describen el modelo de crecimiento del País Vasco comparándolo con el del resto de comunidades autónomas. Se concluye principalmente que su patrón de crecimiento se ha basado en el aumento de la productividad por hora de la mano de obra, cuyas ganancias en los períodos 1970-1992 y 2006-2011 se situaron por encima del PIB, si bien por diferentes causas. Así, mientras en el primer periodo es la acumulación de capital el factor esencial, en el segundo lo ha sido el progreso tecnológico. En el periodo intermedio, 1993-2005, las variables relacionadas con el mercado de trabajo, la tasa de actividad, la tasa de empleo y el promedio de horas trabajadas, especialmente la segunda, han sido los factores determinantes del crecimiento de su economía.

Por último, en el trabajo de **Nagore Aranguren, Juan Luis Ochoa y Elena Ochoa** se analiza la revelación de información social y medioambiental pública que presentan las grandes empresas guipuzcoanas (de más de 250 empleos) en el año 2008, información que es obligatoria tras la entrada en vigor del nuevo Plan General Contable 2007. Mediante un análisis de contenido de los informes anuales de los años 2007 y 2008 se calculan dos índices de revelación. Los resultados de las 49 empresas analizadas evidencian un elevado grado de cumplimiento con la norma pero una baja calidad en la información suministrada.

Aurkezpena

19

Ekonomiaz aldizkariaren ale honek «Bankuak eta eskualdeen hazkundea» du izenburua, eta helburua, aztertzea zer-nolako eragina duten banku-sistemak eta diru-politikak eskualdeen hazkunde ekonomikoan. Alde horretatik, eskualdetzat hartuko ditugu herrialde bateko ekonomiaren barruko eremu ekonomiko bereziutuak zein nazioz gaindiko unitate ekonomikoen barruko estatu subiranoak.

Gauza jakina da 1990eko hamarkadaren amaiera aldetik XXI. mendeko lehenengo hamarkadaren bigarren erdialdea aurrera arteko ohiz kanpoko baldintza finantzario onak (interes-tasa txikiak eta bankuen kreditu-bolumenaren hazkunde azkarra) nabarmen onuragarriak izan zirela, oso lagungarriak izan baitziren Espainiako ekonomia ohiz kanpoko moduan hazteko garai hartan, baina, aldi berean, neurri batean, kaltegarriak ere izan zirela, urte haietako hazkunde-eredua deformatzea ekarri baitzuten, eta ahultasun eta ezegonkortasun finantzarioa handitzea –azkenean, 2008tik murgilduta gauden krisialdi sakona eragin zuen ahultasun eta ezegonkortasun finantzarioa handitzeak–. Bada, gure ustez, hori nahikoa da *Ekonomiaz aldizkariko Erredakzio Kontseiluak erabaki izateko ale monografiko bat programatzea aztertzeko zer-nolako eragina izan dezaketen eskualdeen hazkundean diru- eta finantza-faktoreek eta zer ondorio izan ditzakeen eskualdeen hazkundean krisiaren ostean Espainiako banku-sisteman sortzen ari den egoera berriak.*

Nolanahi ere, ezinbestean, aintzat hartu behar dugu aipatutako helburua izugarri handinahi eta konplexua dela, kontua ez baita bi elementu aztertzea soilik: banku-sistema eta hazkundea –gainera, bi elementuok berezko konplexutasun handia dute, eta oso ikuspegi desberdinatik azter daitezke–. Aitzitik, erronka are zailagoa da. Batetik, «finantzek» hazkundean duten eragina aztertzeko, inplizituki, beharrrezkoa da zehaztea zer harreman (eta berrelkadura) izan daitezkeen bi elementuon artean. Bestetik, beharrrezkoa da zehaztea finantza-egiturako zer elementu diren lagungarrien hazkundea orekatua eta jasangarria izateko eskualdeen ikuspuntutik; gaia ez da hutsala, aintzat hartuta zenbat hedatu eta sofistikatu diren finantzak azken hamarkadetan eta zer-nolako hausnarketak sorrarazi dituen krisialdi honek haien funtzionaltasun ekonomikoari buruz.

Lan zaila dugunez gero aurrez aurre, oso tentagarria da hazkunde ekonomikoari buruzko eredu konbentzionaletara jotzea: finantza-sistemak hazkundeari egiten

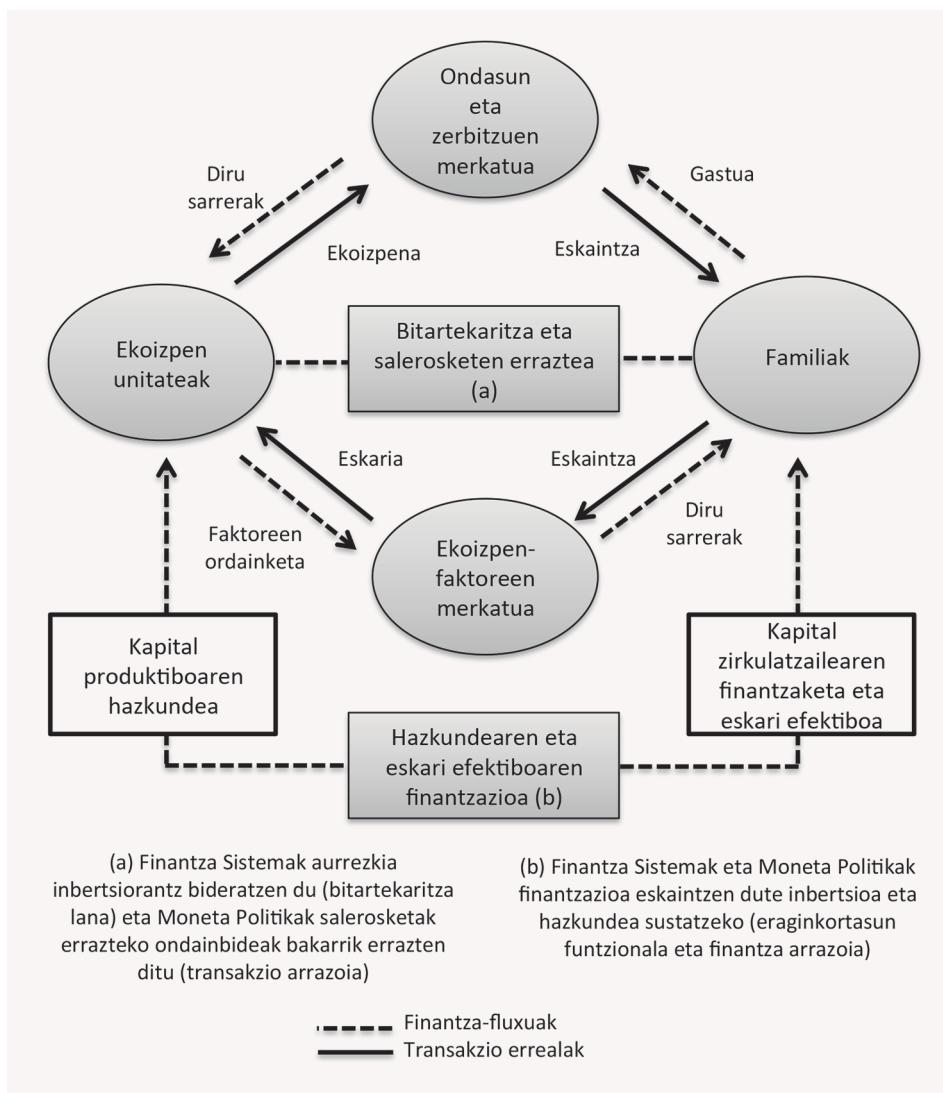
dion ekarprena aztertzeko, merkatuaren hutsegiteak eta informazioaren asimetriak zehazten dituzte; izan ere, horiek guztiak bitartekaritza-lana egitea eragozten diote finantza-sistemari, eta, horren ondorioz, erabilgarri dauden finantza-baliabideak eraginkortasunez esleitzea. Hala ere, kontuan izan behar dugu baldin eta horrelako-rik egitea aukeratuko bagenu –arraian azalduko dugunez, teoria ortodoxoak babes-ten duen oinarri dogmatiko baten gainean eratu da aukera hori: diruaren neutraltasun-printzipoaren gainean– azterketa sinplifikatuko genukeela eta, gainera, gure burua zentsuratuko genukeela; izan ere, aintzat hartuko bagenu diruaren eta bankuen neutraltasun-printzipoak, ezingo genituzke aztertu bitartekaritza-lana eta transakzioak egiteaz beste funtziobatzuk, azterketa horren testuinguruan horiek bailirateke finantza-sistemari aitortuko litzaizkioken bakarrak eta funtsezkoak, eta diru-politikari hazkundearen inguruan aitortuko litzaizkiokenak. Hau da, azterketatik kanpo utziko genituzke gaurkotasun handiko gai batzuk, oso egokiak gaur egun, atzeraldi sakon batean gauden honetan –Espainiako ekonomia egoera horretan da duela zenbait urte–, hala nola diru-agintariekin esku hartzea hazkunde sustatzeko, finantza-egonkortasuna ziurtatzeko eta bultatzeko kreditu-erakundeek kreditua eman dezaten eta, hartara, kapital produktiboaren stocka handitu dadin, kapital zirkulatzalea finantzatu dadin eta eskari efektiboa susta dadin.

Jakina, gogorarazi nahi dugu jorratu nahi ditugun egoera guztiak aztertza eta hausnartzea bateraezina dela diruaren neutraltasun-printzipoari eustearekin, ikuspegi konbentzionalak bere egiten duen dogmari eustearekin. Izan ere, ohiko ikuspegiaren barruan, betidanik, konplexua izan da, eta are deserosoa, aldagai monetario eta finantzarioak bateratzea sistema ekonomikoaren funtzionamenduaren eredu bat osatzeko; hainbesteraino, non analisia termino errealetan egiten den askotan eta ontzat ematen den ondorioak baliagarriak direla dirua eta finantza-merkatuak dauzen mundu batean.

Bestalde, diruaren neutraltasun-printzipoa argudiatiuz, eskualdeen hazkundean eragina duten faktoreak aztertu dituztenean, eskualdeetako ekonomian espezialistek alde batera utzi izan dituzte dirua eta finantza-fluxuak, ez baitute aurkitu batere arrazoirik zalantzaran jartzeko ea printzipo hori baliozkoa den eskualde-mailan. Gainera, beste bi arrazoi argudiatu izan dira esateko finantza- eta diru-faktoreek ez dutela eraginik eskualdeen hazkundean. Batetik, arrazoitzeko pizgarri monetario eta finantzarioak ez direla baliagarriak, esan izan da finantza-kapitala ireki eta mugikorregia dela eskualde artean eta, horren ondorioz, ezinezkoa dela baldintza monetarioak ezberdinak izatea «munduko beste eskualdeetakoena» aldean. Bestetik, arrazoitzeko diruak ez duela garrantzirik eskualdeetan, esan izan da eskualdeetako ekonomiek (tartean, diru-batasun baten barruko herrialdeetako ekonomiek) ez dituztela subiranotasun ekonomiko eta politiko osoko herrialdeetako ekonomiek dituzten tresna monetario konbentzionalak, hala nola diru-politika, kanbio-tasa ezartzeko tresnak, eta finantzak eta bankuak arautzeko politika.

1. irudia. FINANTZA-SISTEMAREN BITARTEKARITZA- ETA
FINANTZAKETA-FUNTZIOAK

21



Hori guztia ikusirik, ondorioa da finantzak ez direla palanka egokiak eskualdeetako dinamika ekonomikoan eragina izateko eskualdeek ez dutenez gero identitate monetarioik. Edonola ere, gauza bat da horrelako palankarik ezin erabiltzea dena delakoagatik, eta beste bat, guztiz ezberdina, palankaren posizio finkoak emaitza ekonomikoak ez baldintzatzea edo palankak zenbait eskualdetako hazkunde- eta atzerapen-arazoak konpondu ahal izatea berriro erabili ahal izango bagenu ere. Azken batean, beste arrazoi asko izanda ere eskualdeen hazkunde ekonomikoaren azterke-

tan finantza-gaiak alde batera uztea justifikatzeko, atentzioa ematen du zer desegokia den diruaren neutraltasun-printzipioari eustea eskualde-mailan; izan ere, baldin eta espazioan berdintasunik ez handia badago ekoizpen-faktoreen erabilgarritasun-eta erabilera-mailaren, ekoizpen-ahalmenaren, espezializazio-mailaren... aldetik, lитеkeena da pizgarri monetario eta finantzarioek ondorio ezberdinak izatea eskualde batzuetan eta besteetan eta ondorioak iraunkorrik izatea zenbait eskualdetako ekoizpen-mailan.

Aurreko paragrafoan azaldutako guztia gorabehera, teoria monetario ortodoxoak betidanik esan izan du erreinta errealaen hazkundea (dela eskualdeetako, dela herrialdeetako) diru-gaietan batere zerikusirik ez duten faktore errealaen mendean bakarrik dagoela epe luzean eta, horren ondorioz, diru-gaiak (eta finantza-gaiak) estalki bat bezala direla eta prezioen mailan bakarrik (inflazioan) dutela eragina. Hedaduraz, ereduak dio banku-sistema neutrala dela eskualdeen hazkundean, finantzarakundeeak gauza bakarra egiten baitute: herrialdeetako diru-eskaintza eskualdeetan banatu.

Epe laburrean, berriz, merkatuaren hutsegitetzat hartzen diren egoera jakin batzuetan (informazioa osoa ez denean eta prezioak zurrunak direnean), diru-politikak eta banku-sistemak izan dezakete eraginik errealtitatean, baina ondorioak kaltegarriak dira beti: batetik, baldin eta merkatuko prezioak zurrunak badira, fluktuazioak eragin ditzakete ekoizpen-mailan epe luzean; bestetik, baldin eta hutsegiteak (informazioaren asimetriak edo transakzio-kostu handiak) badaude merkatuan, eskualdeetako kreditu-merkatuak segmenta ditzakete, eta kreditua modu eraginkorrean esleitzea galarazi. Nolanahi ere, nabarmenzeko da teoriak postulatzen duela baldin eta merkatuan horrelako hutsegiterik ez badago badirela ontzi komunikatuak, eskualde arteko finantza-fluxuak bermatzen dituztenak eta, hartara, lehia orekatua izatea eragiten dutenak. Izan ere, lehia orekatua izatea ziurtatzen du finantza-baliabideen eskualde arteko banaketa eraginkorra izateak: baldin eta eskualdeek erabilgarri dituzten finantza-baliabideak (aurrezkiak) handiagoak badira haien erabilera potentziala (inbertsioa) baino, eskaria gehiegizkoa den eskualdeetara irteten dira baliabideak-.

Ikuspegি horretatik, ondorioa da baldin eta baliabideak ibilgetzeko oztoporik ez badago eta banku-bitartekariak eraginkorrak badira eskualdeek ez dietela aurre egin behar kreditua murrizteagatiko finantza-arazoei eta «merkatuko indarrek» (interes-tasek eta inbertsioaren errentagarritasunak) gehien behar dituzten tokietara bideratzen dituztela eskualde arteko finantza-fluxuak; hots, banku-sistemak gizartearen hazkunde ekonomiko orokorra sustatzen duela, eta, azkenean, nolabait, prozesu horrek eskualderik kaltetuelei ere on egiten diela, zeharka.

Zenbait autorek onartzen dute horrek eskualde arteko ezberdintasunak betikotzen lagundu dezakeela, aurrezkiak esportatzen dituzten eskualdeek funts gutxiago edukiko bailitzkete beren inbertsio-proiektuak finantzatzeko maileguak emateko eta, gainera,

beren finantzak neurri handiago batean geratuko bailirateke eskualde garatuagoen mende, baina, alegatzen dutenez, inola ere ezin da esan banku-sistemaren jokaera diskriminatzalea denik, merkatuak ematen dituen seinaleek bakarrik gidatzen baitute –alde horretatik, eskualdeen artean hazkunde-potenzial eta -aukera errealen aldetik dauden ezberdintasunen isla dira merkatuak ematen dituen seinaleak–.

Edonola ere, beste planteamendu teoriko batzuek ezeztatu egin dute aurreko paragrafoan laburtutako argudio konbentzionala (dioena dirua eta banku-sistema neutralak direla eskualdeen hazkunde ekonomikoan, edo are kaltegarriak baldin eta «merkatuaren hutsegite» esaten zaien baldintzak badira): berariaz, diruaren neutraltasun-printzipioa ukatu dute eta, hortaz, ikusarazi dute finantza-sektoreak badituela beste bide batzuk hazkundean eragina izateko. Adibidez, horixe egin du eskualdeetako kreditu-merkatuei buruzko teoria postkeynesiarak. Berariaz, diruaren neutraltasun-printzipioa ukatu du, eta bi elementu berritzaire erabili ditu eskualdeetako kreditu-bolumenean eragina duten faktoreetan sakontzeko: batetik, banku-sistemaren garapen-maila eta, bestetik, eskualdeetan kreditua sortzeko prozesuan parte hartzen duten eragile guztien (aurreztaileen; kreditu-eskaintzaileen, alegia, bankuen; eta kreditu-eskatzaileen, alegia, inbertitztaileen) likidezia-hobespenaren aldaketak.

Banku-sistemaren garapen-maila kontuan hartuta, autore postkeynesiarrek ukatu egiten dute banku-bitartekariak aurreztaile eta inbertitztaileen arteko bitartekari pasiboak direnik; izan ere, alde ekonomiko eta finantzariotik garatuen dauden ekonomietan behinik behin, banku-sistemak baditu baliabide ugari kreditu-eskaintza gehiago handitzeko gordailu-baseak uzten diona baino. Hori dela eta, ekonomia garatuetan, finantza-sistemak ezin du egin aurreztaile eta inbertitztaileen arteko bitartekaritza-lana bakarrik (ohikoa). Aitzitik, «finantzaketa-lan» delakoa ere egin behar du; izan ere, gordailuen bidez eskuraturako baliabideak berriz banatzeaz gain, banku-sistemak baditu bitarteko ugari eskualde batzueta kreditu-eskaintza handitzeko beste batzuetako txikitu beharrik gabe. Hain zuzen ere, finantzaketa-funtzioa beteta izan dezake finantza-sistemak eragin onuragarria eskualdeetako jardueira ekonomikoaren hazkundean. Gainera, ikuspegi horretatik, enpirikoki aztertu beharreko gai nagusia ez da zenbateraino parte hartzen duten eskualdeek kreditu-bolumen orokorrean (kredituaren banaketa), baizik eta zergatik eskualde jakin batzuetako kreditu-eskaintzaileak (bankuak) eta kreditu-eskatzaileak (inbertitztaileak) ez dauden prest mailegu gehiago emateko eta hartzeko, hurrenez hurren (kredituaren sorrera), eta nola esku har dezakegun politika ekonomikoaren bidez kreditua sortzen laguntzeko eskualde jakin batzuetan –horretarako, ordea, ez da nahikoa azterketa teorikoa bakarrik izatea; beharrezko da testuinguruaren araberakoa izatea–.

Beste hipotesi aipagarri bat ondorioztatzen da azterketa postkeynesiarretik. Ekonomia garatuetan, kreditua sortzea bi faktoreren mendean dago: kreditu-eskaintzaileen (bankuen) eta kreditu-eskatzaileen (inbertitztaileen) jokaeraren mendean eta, bereziki, horien guztien likidezia-hobespenaren aldaketen mendean; bada, pentsatzeko da gutxi garatutako ekonomiek erabilgarri duten kreditua ezegonkorragoa

dela, likidezia-hobespena gehiago aldatzen baita ziklo ekonomiko osoan eta litekeena baita banku-sistema gutxiago garatu izana. Hots, hipotesi hau ondorioztatzen da azterketa-esparru horretatik: gutxi garatutako eskualdeetan, ziklo ekonomikoak ere badu eragin handia erabilgarri dagoen kredituan, ez bankuek herrialde osoan eman-dako guztizko kredituan gutxiago parte hartzeak bakarrik –horixe dio teoria konbentzionalak–.

Orain arte azaldutakotik ondoriozta daitekeenez, diru- eta finantza-faktoreek eskualdeen garapen ekonomikoan duten eraginari buruzko ikerketak aurrera egin du azken hamarkadetan, baina oraindik ere zalantza asko ditugu argitzeko. Gainera, krisialdi honek fronte berriak ireki ditu, ikuspegi teoriko batzuek itxitzat zituztenak. Hori ez da inola ere kaltegarria, nahiz eta zalantzian jarri hipotesi eta teoria finantzaario finkatuak. Aitzitik, komunitate zientifikoak aprobetxatu beharko luke hausnarketa autokritiko bat hasteko finantzen funtzionaltasunari buruz. Horrelako hausnarketarik ez badago, beldur gara krisialdi honek ez duela balioko ezta hurrengoa hobeto bideratzeko ere, merkatu-ekonomiaren garapenak berezkoa baitu finantzaezgonkortasuna, John Maynard Keynes eta Hyman Minsky maila intelektual handiko ekonomialariek zuzen adierazi izan dutenez –ortodoxia ekonomikoak eta politika ekonomikoaren arduradunek berandu ezagutu dituzte, Minsky batez ere, eta gaizki interpretatu askotan–.

Badira zenbait urte analista nabarmen batzuk eta are iritzi-sortzaile batzuk eskatzen ari direla agintari ekonomikoek irmoki esku har dezaten eta finantza-sektorea berregitura dezaten, uste baitute gaur egun neurri zaharrak eta disfunktionala dela finantzak eta hazkundea gero eta bananduago daudela eta. Era berean, urte asko eta asko dira beste autore batzuek (tartean, heterodoxotzat ezin hartuzko batzuk: James Tobinek) onartu zutela eszeptikoak zirela merkatuaren funtzionamendu libreak finantza-sistemaren eraginkortasuna bermatu ahal izateari buruz, eta, horregatik, Tobinek argi eta garbi adierazi zuen, 1980ko hamarkadan, orduan aldezten ziren joeren (liberalizazioaren eta desarauketaren) kontrakoa zela, liberalizazioak eta desarauketak ez zutelakoan bermatzen sistemaren «eraginkortasun funtzionala». Badirudi gaur egun horrelako hausnarketak egiten ari garela berriz, eta, areago, zenbaitek adierazi izan dute «finantzen alde iluna» mugatu behar dela, nahiz eta duela zenbait urte aldarrikatzen zuten ezin dela mugatu ezin mugatzeko, finantza-munduan bereziki. Paradoxa ederra!

Beraz, tunelaren irteera begi bistean egongo denean eta kontabilitateak krisia atzean gelditu dela egiaztatzen duenean, finantza arloko eztabaidaren pendulua gaur egun dagoen tokitik, zoritzarrez, beste muturrera aldatuko dela uste dugu. Espero dugu oker egotea, baina, historiak dioenez... zenbait akats behin eta berriz gertatzen dira. Horregatik, oso garrantzitsua (eta egokia) iruditzen zaigu idatziz uztea zer-nolako hausnarketak egiten ari diren finantza-sektoreari buruzko ikertzaile batzuk krisialdiaren ostean Espanian finantza- eta banku-munduan sortzen ari den egoera berriak eskualdeen hazkundean eta garapenean izango duen eraginari buruz. Gainera,

gure ustez, oso ona da aipatutako hausnarketak ikuspegi teoriko, jarrera metodológico eta alde historiko eta espazial askotatik egin izana: horri esker, gaiari buruzko ikuskera plural eta aberasgarria izango dute interesa duten irakurleek. Behintzat, hori izan da gure asmoa edukiak diseinatzerakoan; emaitza, ostera, irakurleek bakanrik epaitu dezakete.

Ale honetan bildutako bederatzi ekarpenak hiru multzotan banatu ditugu. Lehenengo multzoko lehenengo lana **Carlos Rodríguez**-ek egin du, eta banku-sistemanren funtzionamenduak eskualdeetan dituen ondorioei buruzko literatura laburtu du, barnean hartuta zer ekarpen egin diren berriki finantza-gaien eta hazkundearen arteko harremana aztertzeo. Azterketaren helburua da nabarmentzea bankuak ez direla neutralak eskualdeen hazkunde ekonomikoan, zentralak baizik, bi faktore direla medio: batetik, ustez badira informazioaren asimetriak eta merkatuaren hutsegiteak, eskualdeetako kreditu-merkatuak segmentatzen dituztenak; bestetik, desberdintasun espazialak edo eskualdeen arteko desberdintasunak daude bankuen kreditu-estrategian, eta horrek eragina du eskualdeetako kreditu-eskaintzan eta eskualdeetan erabilgarri dagoen kredituan.

Lehenengo multzoko bigarren lana **Antonio Torrero Mañas** irakasleak egin du, eta duela zenbait urte Spainian zoritzarrez gaur-gaurkoa den gai bat aztertu du: «barne-debaluazioa» gertatzeko aukerak eta haren ondorioak. John Maynard Keynesen lana eta pentsamoldea sakonki ezagutzen du irakasleak, eta hora izan du euskarri. Inspirazio-iturri, berriz, 1925ean Erresuma Batuaurre-patroira itzuli izana hartztu du. Oso azterketa interesgarria da, argi eta garbi azaltzen baitu zer-nolako ondorio errealek izan ditzaketen diru-gaiei buruzko erabakiek maila sektorialean eta mikroekonomikoan eta, gainera, argi eta garbi frogatzen baitu finantza-fenomenoen ondorio errealek xaloki eta itsuki aztertzen direla batzuetan (askotan, gehiegitan).

Lehenengo multzoko hirugarren lana **Santiago Carbó** eta **Julia García** irakasleek idatzi dute. Deskribatu dute zer aldaketa izan diren Spainiako banku-merkatuaren egituraren finantza-krisialdi honetan eta zer berezitasun izan dituzten aldaketeak, eta, aldi berean, ebaluatu dute zer ondorio izan dituzten Spainiako ekonomiako finantzaketa-bideetan. Bereziki, lanak aztertzen du ea Spainiako finantza-erakundeek likidezia lortzeko barne-zirkuituak sortu izana baliagarria izan den bankuen kreditu-eskaintza txikitu izanari aurre egiteko, berankortasunak gora egin baitu eta kreditu-eskaintza uzkurtu egin baita.

Lehenengo multzoko azken lana **Victoria Chick, Sheila Dow** eta **Carlos Rodríguez**-ek egin dute, eta aztertzen du zer ezaugarrik izan behar duten nagusi helburutzat hazkunde ekonomikoa duten banku-sistematan. Azterketa egiteko erabili dituzten argudioak eta plantamenduak ez dira esparru teorikoan bakarrik oinarritzen, ebidentzia eta esperientzia historikoan ere baizik; hain zuzen ere, Spainiako banku-sistemak azken hamarkadetan izandako ohiz kanpoko aldaketak eman duen ebidentzia eta esperientzia historikoan.

Bigarren multzoa ere lau lanek osatzen dute, eta, oso bide ezberdinatik bada ere, azterketa eskualde-mailan aplikatzen saiatzen dira laurak. Lehenengo lana **Angel Bergés, Emilio Ontiveros eta Francisco José Valero**-k idatzi dute, eta aztertzen du zer ondorio izan dituen bankuen eta zor subiranoaren krisiak Spainiako ekonomian, zer berrelkadura dauden haien artean, eta zer-nolako ondorio larriak izan dituzten Spainiako finantza- eta banku-sistemak dagokion funtzioa behar bezala betetzeko: ekoizpen-jarduera ekonomikoa finantzatzeko. Azterketaren ondorioa da beharrezkoa dela zera egitea: banku-batasuna eta ikuskatzaile bakarra izatea Europan; Europako Banku Zentralaren diru-politika aplikatzeko arazoak konpontzea, finantzaketa enpresetara iristeko; eta Europako Banku Zentrala zor publikoa zuenezan erosten hastea.

Bigarren multzoko bigarren lana **Carlos Rodríguez, Fernanda Faría eta David Padrón**-ek egin dute, eta aztertzen du zer ondorio asimetriko izan dituen diru-politika bakarrak eurogunea osatzen duten herrialdeetan. Zehazki, lanak laburtzen du zer ebidentzia empiriko sortu diren diru-politika bakarrarengatiko eskualde arteko asimetrien inguruan euroguneak egin dituen ia hamabost urteetan. Azterketak bi helburu ditu: batetik, orain arteko emaitza empirikoei buruz hausnarraraztea; bestetik, Europako Banku Zentralaren diru-politikaren egungo esparru operatiboan zenbait aldaketa egin daitezen proposatzea, ondorioak arintzeko.

Bigarren multzoko azken bi lanek ardatz hauek dituzte: harreman-bankuak eta Spainiako enpresa txiki eta ertainek kanpo-finantzaketa lortzea baldintzatzen duten faktoreak. **Gary A. Dimsky**-ren lanak aztertzen du zer garrantzitsua izan daitekeen harreman-bankuen eginkizuna Spainian ekoizpen-sektoreari finantzaketa emateko eta zer zailtasun sorraraz ditzaketen Spainiako finanaza-sektorearen al-daketa handiek segmentu horretan, azkenean eragin baitezakete gutxi garatutako eskuadeek kreditu gutxiago izatea erabilgarri.

Yaiza Armas, Esperanza Gil, Estefanía Hernández eta Sandra Morini-ren lanak, berriz, aztertzen du zer faktorek baldintzatzen duten kanpo-finantzaketa lortzea eta, bereziki, krisia aipatzen du, eta zer-nolako ondorioak izan dituen Spainian enpresa txiki eta ertainen finantzaketan 2009 eta 2011 artean. Emaitzek diotenez, enpresaren sektoreak, tamainak eta adinak eragina dute finantzaketaren lorpenean, erabileran eta eraginkortasunean, baita hura lortzeko itxaropenean ere.

Hirugarren multzoan bada Euskadiko banku-sistema aztertzen duen lan bat, **Alberto Alberdi**-rena. Autoreak aztertzen du banku-sistemaren eginkizuna Euskadiko ekonomiak 1980tik izandako hazkunde-prozesu ikaragarriaren finantzaketan eta, bereziki, azken ziklokoan, Atzeraldi Handia ekarri zuenekoan. Azterketak frogatzen du nahiz eta kanpora begira nahiko fidagarria izan Euskadiko ekonomiak ere parte hartu duela krisialdi hotentora ekarri gaituen finantzazio-uholdean eta kredituaren neurriz kanpoko hazkundean, hipoteken boomaren bidez bereziki eta baita enpresa taldeak sortzeko finanaza-inbertsioen bidez ere. Hau da lanaren ondorioa: kri-

sialdiaren ondoren eta kredituak behe jo ondoren, Euskadin ere sumatzen dira kreditu-murrizketaren (credit crunch delakoaren) eta kapital-eskasiaren (capital crunch delakoaren) zantzuak, eta, araudi berria ikusirik, horrelakoek are gehiago oztopa dezakete susperraldi ekonomikoa.

Azkenik, beste bi lan bildu ditugu «Beste kolaborazio batzuk» atalean. Batetik, **Juan Antonio Calvo, Ana Cristina Mingorance** eta **Carolina Bermejillo**-ren lanak deskribatzen du nolakoa izan den Euskadiko hazkunde-eredua, eta gainerako autonomia-erkidegoetakoarekin alderatzen du. Funtsean, ondorioa da hazkunde-ereduaren oinarria izan dela langileen orduko produktibitatearen hazkundea. 1970 eta 1992 artean eta 2006 eta 2011 artean, hazkundea handiagoa izan zen BPGrena baino, arrazoi ezberdinak zirela medio: 1970 eta 1992 artean, kapital-metaketagatik nagusiki, eta, 2006 eta 2011 artean, aurrerapen teknologikoagatik. 1993 eta 2005 artean, berriz, faktore hauek baldintzatu zuten Euskadiko ekonomiaren hazkundea: lan-merktuak, enplegu-tasak, lan egindako batez besteko ordu kopuruak eta, batez ere, jarduera-tasak.

Bestetik, **Nagore Aranguren, Juan Luis Ochoa** eta **Elena Ochoa**-ren lanak aztertzen du gizarte- eta ingurumen-gaiei buruzko zenbat eta zer informazio jakinari zuten jendaurrean Gipuzkoako enpresa handiek (250 langiletik gorakoek) 2008an. 2007tik (kontabilitate-plan orokor berria indarrean sartu zenetik), nahitaezkoa da horrelako informazioa jendaurrean jakinaraztea, eta, 2007ko eta 2008ko urteko txostenen edukia azertuta, autoreek bi indize kalkulatu dituzte, zenbat eta zer informazio jakinarazi zen jakiteko. Bada, aztertutako 49 enpresen emaitzek adierazten dute neurri handi batean betetzen dela araua baina kalitate txarreko informazioa ematen dela.

Presentation

29

The title of this issue of *Ekonomiaz* is «Banking & Regional Growth». It sets out to analyse the influence of the banking system and of monetary policy on regional economic growth, with «regional» understood as referring both to distinct economic areas within a national economy and to sovereign states within supranational economic units.

It is well known that the exceptionally favourable financial conditions (low interest rates & high rates of growth in the volume of bank lending) that prevailed from the late 1990s until well into the second half of the first decade of the 21st century not only contributed to a great extent to the extraordinary growth of the Spanish economy over that period but also, to some degree, were responsible for distorting its prevailing growth model and for the increase in its vulnerability and financial instability that culminated in the profound crisis that we have been suffering since 2008. This alone more than justifies the decision by the Editorial Board of *Ekonomiaz* to produce this monographic issue of the journal devoted to studying the influence of monetary and financial factors on regional growth, and the implications that the new banking landscape that is emerging in Spain in the wake of the crisis holds for that growth.

However, this is admittedly an extremely ambitious, complex task, because it does not entail just looking separately at two elements (the banking system and growth) that are intrinsically highly complex and can be tackled from very different perspectives. The challenge faced is greater still, first of all because analysing the influence of «financial matters» on growth involves a need to specify the links (and feedbacks) that may exist between the two, and secondly because it entails identifying all the elements of the financial structure that contribute most to the attainment of balances, sustainable growth from a regional viewpoint, and this is far from easy in view of the great expansion and increase in sophistication in finance in the past few decades, and the reflections on its economic functions sparked by the current crisis.

It would be tempting to approach this difficult task via conventional models of economic growth, limiting the analysis of the contribution of the financial system to identifying market failures and asymmetries of information that prevent it from properly performing its intermediary role, thus resulting in inefficiency in the allocation of financial resources in spatial terms. But, as argued below, such an approach would

mean taking the principle of monetary neutrality as an article of faith (which is precisely what orthodox theory does). This would not only simplify the analysis to be conducted but would also introduce self-censorship, because the principles of monetary and bank neutrality prevent the inclusion in the analysis of functions other than the brokering and facilitating of transactions (which would thus be left as the only basic acknowledged functions of the financial system in this analytical context and of monetary policy in regard to growth). This would preclude the analysis of matters of considerable current interest and relevance such as the interventions of monetary authorities to stimulate growth, guarantee financial stability and encourage the provision of loans by lenders to help increase the stock of productive capital; or the encouraging of effective demand in a context of deep recession such as that which the Spanish economy has been suffering for some years now.

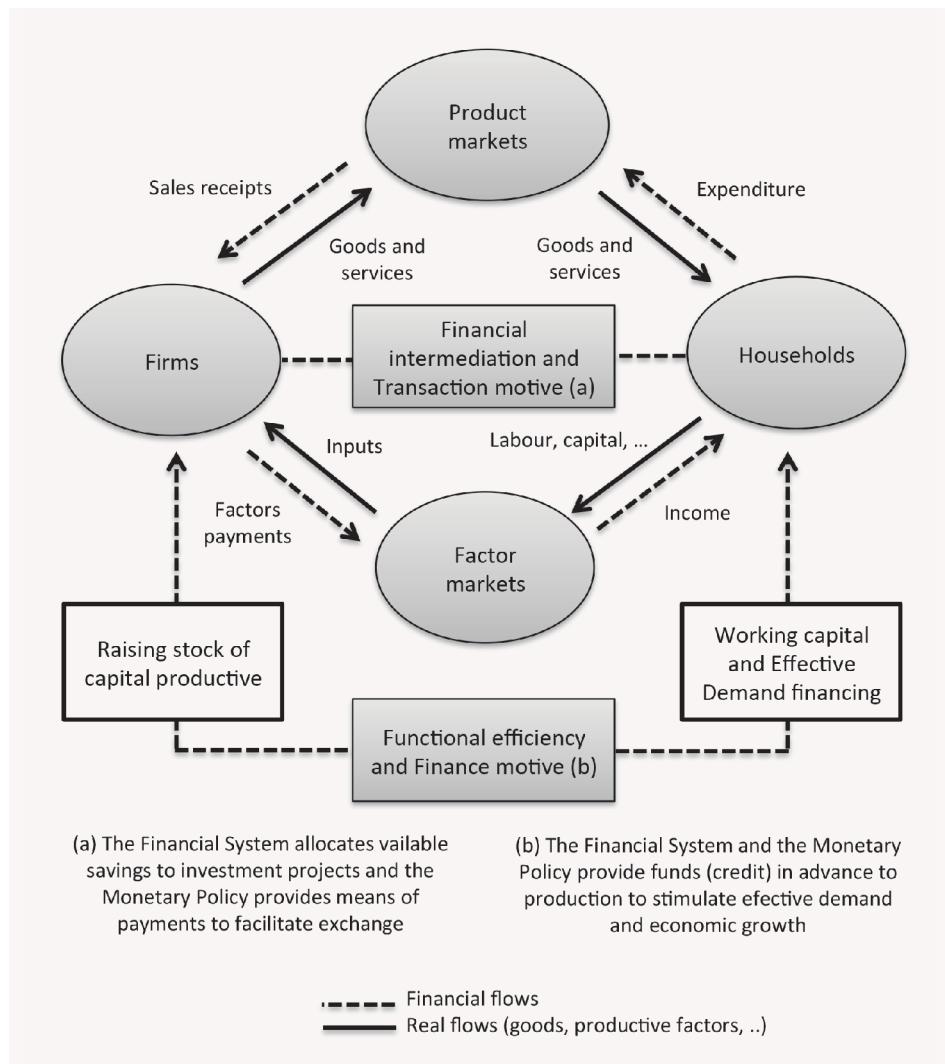
Analysing and considering all the issues that we seek to tackle here is clearly incompatible with the principle (or article of faith) of monetary neutrality upheld by the conventional approach, in which it has always been difficult and awkward to integrate monetary and financial variables satisfactorily into the modelling of the operation of the economic system, to the extent that analysis is often conducted in real terms and it is assumed that the conclusions reached are equally valid in a world with money and financial markets.

The argument of monetary neutrality has also been used by specialists in regional economics to rule money and financial flows out of their analyses of the determinant factors in regional growth, as they see no reason to question the validity of the principle at regional level. But two other arguments have also been used to justify not considering financial and monetary factors in regional growth: first, it is argued that monetary and financial stimuli are useless in this context because of the openness and perfect mobility of financial capital at inter-regional level, which make it impossible to maintain monetary conditions different from those of the «rest of the world». Secondly, it is argued that monetary considerations are irrelevant at regional level because regional economies (in a broad sense that includes national economies which form part of a monetary union) do not have at their disposal the conventional monetary instruments that are available to national economies with full economic and political sovereignty, e.g. exchange rates and banking/financial regulation policies.

The conclusion drawn from these reasons is that since there is no regional monetary identity, financial matters do not constitute a feasible lever for attempting to influence regional economic dynamics. But the fact that the lever cannot be moved – for whatever reason – does not mean that its present fixed position is not conditioning the economic results observed, or that if the movement of the lever could be recovered it could not be used to solve the problems of growth and backwardness that affect some regions. There are many other reasons that could be put forward to explain why financial issues are ruled out of the argument concerning regional economic growth, but it is strikingly inappropriate to defend

the assumption of monetary neutrality at regional level, because the existence of major inequalities between regions in terms of the availability and degree of use of production factors, of potential output, of specialisation, etc. could result in monetary or financial stimuli producing different effects on different regions, and lasting effects on output levels in some regions.

Figure 1. INTERMEDIATION AND FINANCING FUNCTIONS IN THE FINANCIAL SYSTEM



In spite of the points made in the foregoing paragraph, orthodox monetary theory has always maintained that growth in real income, be it at national or regional level, depends in the long term only on real factors which have nothing to do with money.

do with monetary issues, because money (and financial issues) is considered as a veil that only influences the determination of price levels (inflation). By extension, this model further holds that the banking system also plays a neutral role in regional development, because banks merely redistribute the national money supply at regional level.

Only in the short term, under certain assumptions camouflaged under the name of «market failures» (incomplete information and price rigidity) is the possibility envisaged that monetary policy and the banking system may influence the real world, and then always negatively, by causing fluctuations in output levels over the long term (when there is price rigidity in markets) or when market failures in the form of information asymmetries or high transaction costs break up regional lending markets and prevent credit from being allocated efficiently. However it is important to stress that in the absence of such market failures the theory always postulates the existence of interfaces which assure financial flows between regions and thus enable a competitive equilibrium to be attained that ensures the efficient distribution of financial resources at regional level, in which resources are able to move from regions where the available financial resources (savings) exceed their potential uses (investment) to regions where there is excess demand.

From this perspective it is usually concluded that if there were no barriers preventing resources from being mobilised and if banks acted efficiently as brokers then regions would never face financial problems in the form of credit rationing. This approach assumes that financial flows between regions are directed by «market forces» (interest rates & the profitability of investment) towards the places where they are most in demand, so the banking system is positively stimulating the economic growth of society; it further assumes that this process will, in one way or another, have positive fallout for the least favoured regions.

Although some authors recognise that this result could help to perpetuate differences between regions, insofar as those that export savings would experience a reduction in the volume of funds for lending to finance their own investment projects, and financial dependence on the most highly developed regions would thus increase, it is argued that the banking system cannot be said to be behaving in a discriminatory fashion because it acts only in accordance with the signals received from the market, which in turn reflect differences between regions in terms of their potential and actual possibilities for growth.

However the conventional argument as outlined in the previous paragraph, which allocates a neutral role to money and the banking system in regional economic growth, or even a negative role if certain conditions arise that are described as «market failures», has been refuted by other theoretical approaches which specifically reject the principle of monetary neutrality and acknowledge other ways in which the financial sector can influence growth. A case in point is the post-

Keynesian theory concerning regional credit markets, which not only expressly rejects the assumption of monetary neutrality but also looks at two new elements in a more in-depth examination of the factors that determine the volume of regional credit: a) the level of development attained by the banking system; and b) changes in the liquidity preferences of all the agents involved in the process of creating loans at regional level, i.e. savers, lenders (banks) and borrowers (investors).

By incorporating the level of development of the banking system into their analyses, post-Keynesian authors reject the idea that banks play an exclusively passive intermediary role between savers and investors because – at least in the most highly developed economies in economic & financial terms – the banking system has plenty of means at its disposal for increasing the credit supply over and above the limits of its own deposits. From this it becomes immediately apparent that the role played by the financial system in a developed economy is not constrained merely to acting as an intermediary between savers and investors, as is widely held, but also extends to what can be thought of as financing work, *insofar as* the banking system now not only redistributes resources that it has captured in the form of deposits but also has many other ways of extending its credit offering in some regions without reducing it in others. It is precisely by using this function that the financial system is able to exert a positive influence on the level of economic activity in a region. From this perspective, the question that must be tackled empirically is not how big a share regions have in the overall volume of credit (credit distribution) but *why* lenders (banks) are unwilling to lend and borrowers (investors) are unwilling to borrow more in certain regions, and *how* economic policy can be used to facilitate the creation of credit in certain regions. This requires an analysis that is contextual rather than purely theoretical.

Another significant hypothesis that can be drawn from the post-Keynesian analysis is that, given that the creation of credit in more developed economies depends on the behaviour of the lenders (banks) and borrowers (investors), and especially on the changes in their respective liquidity preferences, less developed economies may be expected to face more unstable credit availability patterns, since they undergo bigger changes in liquidity preferences in the course of the economic cycle and may well have less developed banking systems. The hypothesis that emerges from this framework of analysis is therefore that less developed regions must deal with a pattern of availability of credit that is highly sensitive to the economic cycle, and not only with a decreasing share in total bank lending at national level, as upheld by the conventional theory.

From what has been said in this foreword so far it may be concluded that in spite of the progress made in the last few decades in research into the influence of monetary and financial factors on regional economic development, many unknowns still remain. Moreover, the current crisis has opened up fronts that some theorists (wrongly) thought were closed. But rather than interpreting this as a

negative point that calls consolidated hypotheses and financial theories into question, the scientific community should take the opportunity to engage in a self-critical reflection on the functions of finances. Otherwise, many of us fear that the crisis, which is still very much alive in countries such as Spain, will not even serve to teach us to try and do things better next time, because unfortunately financial instability is an intrinsic element in the development of the market economy, as rightly pointed out by economists of such intellectual stature as John Maynard Keynes and Hyman Minsky, whose work orthodox thinkers and those responsible for economic policy have become aware of too late (especially in the case of Minsky), and have all too often misinterpreted.

For some years now, leading analysts and opinion makers have been calling for firm, decisive action on the part of the economic authorities to restructure the financial sector, which is considered currently to be not only oversized but also dysfunctional, in view of the increasing de-linking observed between finance and growth. Many years ago James Tobin, an author who is surely free from any suspicion of heterodoxy, expressed his scepticism at the idea that the workings of the free market could ensure efficiency in the financial system. In the 1980s Tobin openly expressed his opinion contrary to the trend towards liberalisation and deregulation that prevailed at that time, because he considered that they did not offer any guarantees of also achieving the «functional efficiency» of the system. Today it seems that these opinions have resurfaced, and some people go further and argue that the «dark side of finance» must be reined in, when a few years ago they were declaiming that it was impossible to hold back the tide, particularly in the world of finance. What a paradox!

We therefore fear that as soon as a light appears at the end of the tunnel and it can be certified accountably that the crisis is over, the pendulum of the debate on financial issues will swing from its current position to the opposite extreme. We can hope to be wrong in this, but history tells us that some errors tend to repeat themselves. That is why we believe that it is so important to leave a written record now of the reflections made by numerous researchers in the financial sector at this time, concerning the implications for regional growth and development of the new financial and banking landscape that is emerging in Spain in the wake of the crisis. We further believe that it is important for these reflections to be based on a wide range of theoretical viewpoints, methodological positions and historical and spatial contexts, because that very disparity of viewpoints will provide interested readers with a more plural, more enriching view of the issues dealt with. It is with this in mind that we set out to design the content of this issue. Whether or not we have succeeded, only our readers can tell.

The nine articles contained in this issue are grouped into three blocks. Block One opens with an article by **Carlos Rodríguez** that provides a synthesis of the literature on the regional repercussions of the workings of the banking system,

including the most recent publications concerning the study of the link between finance and growth. The ultimate aim of this analysis is to highlight the core, non-neutral role played by banks in regional economic growth, not just because of the supposed existence of information asymmetries and market failures that break up regional credit markets but also because of the spatial/regional differences that exist in the lending strategies of banks, including the offering and availability of regional loans.

Next, Professor **Antonio Torrero** analyses an issue which has, unfortunately, been of great current interest in Spain in recent years: the possibility and effects of internal devaluation. His analysis, based on his exhaustive knowledge of the works and thinking of John Maynard Keynes and inspired by the experience of the return to the gold standard in the United Kingdom in 1925, is of great interest not just because it clearly illustrates the real repercussions at sectoral and micro-economic level of monetary decisions, but also because it clearly exposes the ingenuity and short-sightedness with which the repercussions of financial phenomena are all too often analysed.

The third article in Block One is by professors **Santiago Carbó** and **Julia García**. It describes the changes that have taken place in the structure of the Spanish banking market during the financial crisis, and the peculiarities of that market. At the same time it assesses what effect those changes may have had on the financing channels of the Spanish economy. In particular, the article examines whether the creation of internal liquidity circuits by Spanish banks has managed to counteract the reduction in the offering of bank lending at a time characterised by increases in defaults and a shrinkage in the availability of credit.

Block One closes with an article by **Victoria Chick**, **Sheila Dow** and **Carlos Rodríguez** that analyses what characteristics and features should predominate in a banking system that seeks to contribute to economic growth. The arguments and positions used in the analysis are based not only on theory but also on evidence and past experience arising from the extraordinary transformation undergone by the Spanish banking system in the past few decades.

Block Two comprises four more articles in very different forms that seek to set their analyses in a regional context. It begins with an article by **Angel Bergés**, **Emilio Ontiveros** and **Francisco José Valero** that analyses the effects of the banking crisis and the sovereign debt crisis on the Spanish economy, plus their respective feedbacks and negative implications for the proper performance of the function allocated to the financial and banking system in Spain, i.e. to finance productive economic activity. The conclusion reached is that there is a need for a European banking union and a single supervisory body to eliminate the problems of transmitting the ECB's monetary policy so that funding reaches businesses, and that the ECB needs to begin directly buying government debt.

Next comes an article by **Carlos Rodríguez, Fernanda Faría and David Padrón** that examines the potential asymmetric effects of the single monetary policy on the countries that make up the eurozone. This is done by synthesising empirical evidence on regional asymmetries in single monetary policy, built up over the course of the almost fifteen-year history of the eurozone. The purpose of this analysis is two-fold: a) to encourage reflection on the empirical results achieved to date; and b) to propose changes in the ECB's current operational framework for monetary policy with a view to attenuating those effects.

Block Two ends with two articles that analyse relational banking and the factors that determine access to external funding for SMEs in Spain. **Gary A. Dimsky** examines the important role that relational banking can play in Spain in providing finance for the production sector, and the difficulties that the major changes taking place in the Spanish financial sector may entail for this segment of the economy, which may end up causing a reduction in the availability of credit in less developed regions.

The article by **Yaiza Armas, Esperanza Gil, Estefanía Hernández and Sandra Morini** analyses the determinant factors for access to external funding, with special reference to the crisis and its effects on the financing of SMEs in Spain between 2009 and 2011. Their findings indicate that the sector, size and age of firms are all influential in the process obtaining financing, in its use and efficiency and in firms' expectations of securing it.

The third and final block comprises a single article by **Alberto Alberdi** that examines the banking system in the Basque Country. The author analyses the role of the banking system in funding the impressive process of growth undergone by the Basque economy from 1980 onwards, and particularly in the last economic cycle leading up to the Great Recession. He shows that in spite of the relative soundness of its external position, the Basque economy has also taken an active part in the wave of «financialisation» that led to the current crisis, especially through the mortgage boom and financial investments intended to set up corporate groups. The article concludes that in the wake of the crisis and the collapse in lending, signs of the credit crunch and the capital crunch can also be seen in the Basque Country, and that this may make it more difficult to achieve economic recover, in the face of new regulatory requirements.

The «Other Contributions» section features two articles. The first, by **Juan Antonio Calvo, Ana Cristina Mingorance and Carolina Bermejillo**, describes the model of growth in the Basque Country and compares it with those of other regions ("autonomous communities") in Spain. The main conclusion reached is that the pattern of growth has traditionally been based on increasing the hourly productivity of the labour force: the increases in the periods from 1970 to 1992 and again from 2006 to 2011 outstripped the rise in GDP, though for different reasons. In the first

period the essential cause was the accumulation of capital, while in the second it was technological progress. In the intermediate period from 1993 to 2005 variables linked to the labour market, the rate of participation (above all), the rate of employment and the average number of hours worked were the determining factors for the growth of the Basque economy.

Finally, an article by **Nagore Aranguren, Juan Luis Ochoa and Elena Ochoa** examines the public disclosure of corporate and environment-related information by large companies (with over 250 employees) in Gipuzkoa in 2008. The disclosure of this information was made compulsory when the new 2007 General Accounting Plan came into force. The article analyses the contents of annual reports for 2007 and 2008 and calculates two disclosure indices. The results for the 49 firms analysed show a high degree of compliance with the regulation, but reveal that the quality of the information disclosed was low.

La banca y el crecimiento económico regional. Una panorámica de la literatura

En este trabajo se ofrece una síntesis de los estudios que se han interesado por las repercusiones regionales derivadas del funcionamiento del sistema bancario, incluyendo las contribuciones más recientes que se han ocupado del estudio de la relación *finance-growth*. El objetivo final de este análisis es el de resaltar el papel central y no neutral que desempeñan las entidades bancarias en el crecimiento económico regional, y no sólo por la supuesta existencia de asimetrías de información y fallos de mercado que segmentan los mercados regionales de crédito, sino también por la existencia de diferencias espaciales-regionales en las estrategias crediticias de las entidades, lo cual influye en la oferta y disponibilidad de crédito regional.

Banku-sistemaren funtzionamenduak eskualdeetan izandako ondorioei buruzko azterlanen laburpena dugu lan honetan, finance-growth harremanaren azterketari heldu dioten ekarpen berrienak barne hartuta, jakina. Banku-erakundeek eskualdeko hazkunde ekonomikoan duten funtsezko eginkizuna –neutrala ez dena– nabarmenitza da azterketa honen helburu nagusia; batetik eskualdeetako kreditu-merkatuak segmentatzen dituzten informazio-asimetriak eta merkatuko akatsak izateko aukeragatik, eta bestetik, erakundeen kreditu-estrategietan espazio/eskualdeko ezberdinotasunak daudelako, eta horrek eskualdeko kredituaren eskaintzan eta erabilgarritasunean eragiten du.

This paper provides an overview of studies that tackle the regional repercussions of the workings of the banking system, including of course the most recent contributions to the study of the link between finance and growth. Its main objective is to highlight the essential, non-neutral role played by banks in regional economic growth, not just because of the supposed existence of information asymmetries and market failures that break up regional lending markets but also because there are spatial/regional differences in the lending strategies of banks which affect the supply and availability of loans at regional level.

Índice

1. Introducción
 2. El sistema financiero y el crecimiento económico (regional): un repaso de la literatura
 3. Conclusiones y valoración
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: sistema bancario, finanzas, desarrollo regional.

Keywords: banking system, finance, regional development.

Nº de clasificación JEL: E50, O16, R12.

1. INTRODUCCIÓN

Hoy en día existe un amplio acuerdo en relación a la existencia de una relación entre el sector financiero y el crecimiento económico. Las incógnitas sobre esta reconocida relación giran en torno a la dirección de la relación de causalidad entre ambos elementos, su carácter uni o bidireccional, o sobre la identificación y concreción de los mecanismos y las variables intervinentes a través de las cuales se articula la influencia de las finanzas en el crecimiento económico. En los últimos decenios, además, parece que el interés por el estudio de esta cuestión se ha acrecentado, si por interés entendemos el número de publicaciones que se interesan por la relación «finanzas-crecimiento» (Levine 1997), la cual viene a sumarse a un numeroso grupo de trabajos anteriores desarrollados en el campo de las «finanzas regionales» (Dow y Rodríguez Fuentes 1997).

El renovado interés por el estudio de este asunto puede estar motivado por dos factores. Por una parte, por el excepcional desarrollo de la actividad financiera en los últimos tiempos, alentado por los procesos de liberalización y desregulación financiera a escala global. Este excepcional desarrollo de las finanzas no sólo ha origi-

nado un debate sobre la posible «deformación» y excesivo tamaño de las finanzas en relación con la actividad real (Turner *et al.* 2010 y Torrero Mañas 2013: 49-77), sino también sobre sus potenciales efectos desestabilizadores en el conjunto de la economía. Por otro lado, el interés por el estudio de las cuestiones financieras seguramente también obedece a la constatación de que, en contra de lo que algunos sostenían hace años, a pesar del avance en la integración económica y la liberalización financiera, los factores financieros siguen constituyendo una referencia obligada a la hora de explicar las diferencias en el crecimiento económico y las divergencias observadas en niveles de renta no sólo entre los países menos y más desarrollados, sino también entre algunos países desarrollados¹ y entre las regiones de unos y otros.

Como ya hemos señalado, este renovado interés por las cuestiones financieras ha dado pie a numerosos trabajos que, apoyándose en las contribuciones pioneras que se preocuparon por el estudio de las repercusiones regionales de la política monetaria, o los efectos espaciales de la actividad del sector bancario, han intentado analizar la relación causal entre las finanzas y el desarrollo, fundamentalmente desde un punto de vista empírico e internacional, aunque también hay ejemplos de trabajos que se han preocupado por este asunto a nivel regional. Esta «nueva» literatura parece haber silenciado aquellas voces que, hasta no hace mucho tiempo, señalaban que lo financiero era sólo un reflejo de lo real, y que los intermediarios financieros, particularmente los intermediarios bancarios, simplemente desempeñaban un papel neutral consistente en canalizar el ahorro hacia la inversión; voces silenciadas que, paradójicamente, ejercieron (y siguen ejerciendo hoy) una gran influencia sobre los responsables de la política económica que, amparándose en tales argumentos, (des)regulan en «lo financiero» sin tener presente sus potenciales repercusiones sobre «lo real».

Sin embargo, la profunda crisis económica que se desató a finales de 2007, y cuya propagación internacional fue rápidamente favorecida por la globalización financiera que caracteriza a las relaciones financieras internacionales, ha obligado a muchos teóricos de la economía y responsables de la política económica a reconsiderar el papel que desempeña el sistema financiero (y particularmente el sector bancario) en el crecimiento económico. Así, en la actualidad no resulta nada difícil encontrar opiniones de reputados «expertos» económicos y destacados «responsables» de la política económica que reclaman al sistema bancario, entre otras cosas, que contribuya más decididamente a la salida de la crisis con un cambio en su política crediticia. ¡Qué paradoja! Se le reclama «al neutral» que desempeñe un papel «activo» en la salida de la crisis. En el cajón de los olvidos parece que se han archivado los tiempos en los que se consideraba que los mercados (también los de crédito) eran «sabios y soberanos», y que los bancos simplemente debían intermediar entre

1 Véase, por ejemplo, los signos evidentes de fragmentación en los mercados bancarios de la eurozona, o la extrema variabilidad entre los propios países desarrollados en los resultados empíricos que tratan de verificar la relación positiva entre *finance-growth*.

ahoradores e inversores concediendo tantos créditos como su «encaje bancario» les permitiera, asignando simple y pasivamente los recursos crediticios a los proyectos más rentables y solventes, y actuando con los mayores niveles de eficiencia y menores márgenes de intermediación posibles para así garantizar la máxima ratio de transformación del ahorro en inversión. Hoy en día, sin embargo, parece generalizada la opinión y creencia, ya señalada por otros autores mucho antes, de que «los mercados de capital no son como los de mesas y sillas» (Stiglitz 1989: 61), o que la oferta de crédito no sólo viene determinada, pasivamente, por la cantidad de recursos que captan las entidades de depósito entre sus clientes, así como de aquellos otros que obtienen de los mercados interbancarios y de las operaciones de intervención del banco central, sino también por sus estrategias comerciales, su propio nivel de desarrollo y los cambios en su preferencia por la liquidez (Chick y Dow 1988). Parece, pues, que para analizar la disponibilidad de crédito bancario ya no basta con mirar al tamaño de los balances bancarios ni a los ratios de eficiencia financiera de cada entidad a título individual; también parece imprescindible analizar con detalle su «estrategia o comportamiento», en relación con la provisión de crédito; y si una amplia mayoría coincide en que el crédito constituye un factor clave en el crecimiento económico, resulta obvio que desde el punto de vista regional convendría estudiar no sólo si existen estrategias de comportamiento espacialmente diferenciadas de las entidades, sino también aquellos elementos de la estructura bancaria (dimensión relativa, concentración, marco regulatorio, segmentación institucional, ...) y financiera (mercados frente a instituciones, por ejemplo) que podrían explicar esos comportamientos bancarios diferenciales.

Con este escenario de fondo, en este trabajo se ofrece una síntesis de los trabajos que se han interesado por el estudio de las repercusiones regionales derivadas del funcionamiento del sistema bancario, incluyendo las contribuciones más recientes que se han ocupado del estudio de la relación *finance-growth*. El objetivo es el de resaltar el papel central y no neutral que desempeñan las entidades bancarias en el crecimiento económico regional, y no sólo por la supuesta existencia de asimetrías de información y fallos de mercado que segmentan los mercados regionales de crédito, sino también por la existencia de diferencias espaciales-regionales en las estrategias crediticias de las entidades, lo cual influye en la oferta y disponibilidad de crédito regional. Tenemos la pretensión de que el análisis que presentamos en nuestro trabajo resulte de interés para afrontar el monumental reto que está suponiendo conciliar el objetivo de la restructuración del sector bancario con el de la recuperación económica. La crisis económica desatada a finales de 2007 ha ocasionado una transformación radical del sector bancario en España que ha casi finiquitado el segmento de la banca regional que mayoritariamente representaban las cajas de ahorros. También sabemos que, aunque uno de los objetivos que persigue la reestructuración bancaria en España es el del relanzamiento del flujo de crédito hacia la economía real, éste aún no se ha conseguido. Pues bien, teniendo en cuenta la práctica desaparición del segmento de la banca regional, creemos que resulta legítimo y oportuno preguntarse

si la recuperación del crédito, cuando suceda, vendrá acompañada de patrones regionales diferenciados, con consecuencias relevantes para el crecimiento económico regional a medio y largo plazo.

Con la finalidad de abordar las cuestiones enunciadas, el trabajo se estructura en tres apartados, entre los que contamos esta introducción. En el segundo apartado se ofrece una revisión de la literatura interesada en analizar la influencia del sistema financiero sobre el crecimiento económico regional. Se divide en dos secciones que se centrarán, respectivamente, en el estudio los trabajos que analizan la relación entre el sistema bancario y el crecimiento económico, y otra en la que se analizan las contribuciones más recientes centradas en la relación finanzas-crecimiento desde la óptica regional. En tercer apartado del trabajo será dedicado a ofrecer algunas valoraciones sobre las aportaciones realizadas hasta la fecha, así como indicar algunas cuestiones abiertas que podrían servir de orientación para la investigación en este campo.

2. EL SISTEMA FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO (REGIONAL): UN REPASO DE LA LITERATURA

En general, el interés prestado a las cuestiones monetarias y financieras en el plano regional ha sido escaso, tanto desde el punto de vista del análisis regional como del análisis macroeconómico. Sin embargo, hay que señalar que esta escasa consideración de los aspectos financieros es el resultado del modo de pensamiento que predomina en ambas áreas científicas que, al asumir el principio de neutralidad monetaria, excluyen al dinero y a los factores monetarios y financieros como factores explicativos en las diferencias interregionales en los niveles de renta. Por este motivo, los economistas regionales no han mostrado un gran interés por la inclusión de las variables monetarias y financieras en sus análisis a la hora de identificar y estimar los determinantes del crecimiento regional, y cuando lo han hecho, por efecto imitación de lo observado en la teoría del crecimiento, rápidamente las han excluido al considerar que la perfecta movilidad del capital a escala interregional, o la ausencia de instrumentos monetarios y financieros propios en el nivel regional, invalidarían los resultados y conclusiones obtenidas en el plano nacional o internacional. Por lo tanto, desde esta perspectiva, los flujos monetarios o financieros interregionales, o la actuación de los intermediarios bancarios, siempre se han considerado un reflejo de las diferencias en renta interregionales, y no como un elemento más entre los diversos que podrían explicar la aparición o perpetuación de tales diferencias. Este tipo de planteamiento es el que se observa, por ejemplo, en trabajos como los de Borts (1968), Keleher (1979) Moore y Naganurney (1989) y Hugues (1991 y 1992), que al considerar explícitamente la perfecta movilidad del capital y la no existencia de costes de transacción, predicen la equiparación de las condiciones financieras y monetarias entre las distintas regio-

nes que componen una economía nacional. Por lo tanto, la conclusión en estos trabajos es siempre que, en ausencia de factores que impidan la libre circulación de factores y el funcionamiento de las fuerzas del mercado, los factores financieros también constituyen un factor neutral, un velo, para el crecimiento regional.

Dow y Rodríguez Fuentes (1997) distinguen dos grupos de trabajos en la literatura financiera regional. Uno de estos grupos, de carácter más homogéneo, se centra en el estudio de los efectos regionales de la política monetaria. El segundo, de carácter más heterogéneo, contempla distintos aspectos relacionados con los mercados financieros regionales, como son las variaciones en los multiplicadores monetarios, la descripción y cuantificación de los flujos financieros interregionales, y el análisis de los mercados regionales de crédito (tipos de interés, volumen y condiciones crediticias).

La literatura pionera que se ocupó del estudio de los efectos regionales de la política monetaria ha tenido continuidad en otra línea más reciente que, al plantearse la creación de una unión monetaria entre los países de la Unión Europea, empieza a preocuparse por las previsibles asimetrías regionales ocasionadas por la futura política monetaria única de la eurozona.² Sin embargo, no ha ocurrido lo mismo con aquellas contribuciones pioneras que abordaron el estudio de la influencia del sector financiero sobre el crecimiento regional, que quizás perdieron el interés de buena parte de los investigadores por el convencimiento, o presunción, de que el prolongado período de crecimiento económico vivido desde mediados de los noventa, que vino acompañado de una excepcional expansión de la actividad financiera, era un signo evidente de que las medidas de liberalización y desregulación financiera habían logrado eliminar los factores que, de acuerdo con algunas contribuciones, podrían hacer que la actuación del sistema bancario pudiera no ser neutral en el crecimiento regional. Hoy sabemos, porque la crisis financiera internacional que se desató a finales de 2007 nos lo recuerda aún hoy (¡seis años más tarde de su eclosión!), que aún nos queda mucho por aprender: 1) acerca de la influencia del sistema bancario y las finanzas en el crecimiento económico, 2) sobre el papel del sistema financiero en la generación de desequilibrios macroeconómicos, y 3) sobre el aumento de la inestabilidad y vulnerabilidad financiera. Y precisamente por eso, conviene recordar lo aprendido hasta la fecha, con el ánimo de seguir progresando mediante la incorporación al acerbo científico de nuevas ideas y la experiencia adquirida durante esta crisis. Pasemos, pues, a resumir las principales ideas acerca de la relación entre sistema bancario y crecimiento regional, para posteriormente dar cuenta de otras contribuciones más recientes que han retomado esta cuestión. Las profundas transformaciones que ha ocasionado la crisis reciente en los sistemas bancarios de muchos países avanzados, ha avivado el

² Véase Rodríguez Fuentes y Dow (2003) y el trabajo Rodríguez Fuentes *et al.* (2013), publicado en este mismo número de la revista.

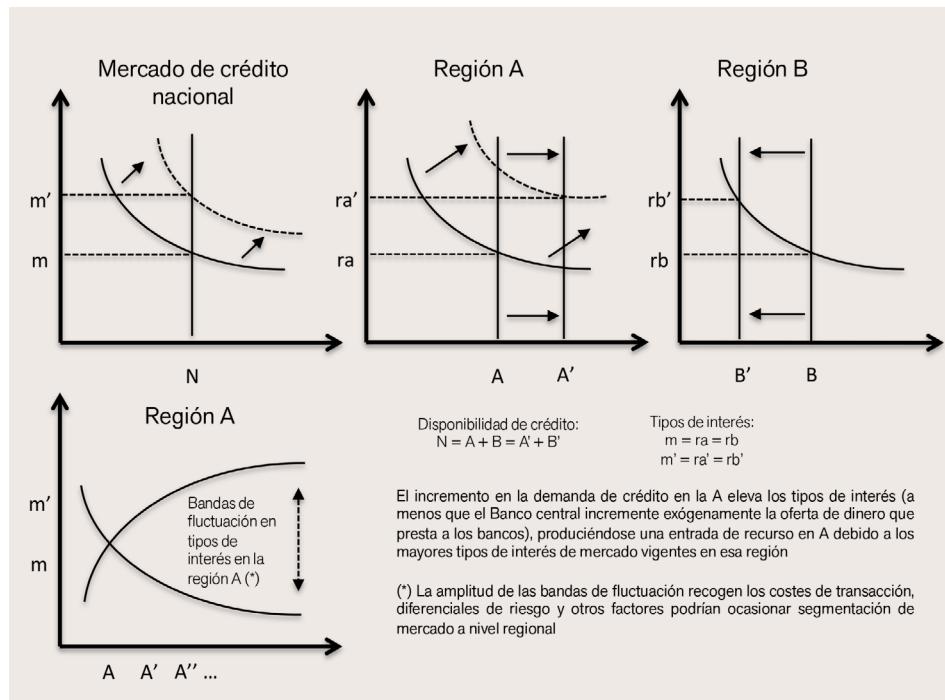
debate sobre la influencia del sistema bancario y las finanzas sobre el crecimiento económico, la proliferación de desequilibrios macroeconómicos y el aumento de la inestabilidad y vulnerabilidad financiera.

2.1. Banca y desarrollo regional

Aunque pueda resultar paradójico, en la mayor parte de los trabajos que estudian la influencia del sector bancario en el crecimiento económico regional se asume que esta influencia es, en el mejor de los casos, neutral, pudiendo ser incluso negativa cuando concurren una serie de circunstancias que, al segmentar los mercados, ocasiona una asignación ineficiente del crédito. Sin embargo, en ausencia de tales circunstancias, el sistema bancario desempeñaría un papel neutral, limitado a la redistribución del crédito entre los distintos mercados regionales atendiendo a la rentabilidad de cada proyecto de inversión, y a la demanda relativa en cada región. De esta forma, las regiones con excedentes de ahorro (sobre sus posibilidades de inversión) se convertirían en exportadoras netas de recursos hacia las que se encuentran en una posición inversa. Huelga decir que este argumento, por supuesto, sólo es válido en un modelo en el que se asume, explícitamente, que el crecimiento económico sólo depende de factores reales (neutralidad monetaria³), y que la inversión siempre está limitada por el nivel de ahorro preexistente. Por lo tanto, desde esta perspectiva teórica se concluye que el sistema bancario es un simple agente asignador de recursos escasos (el ahorro que se transforma en crédito) que tiene por misión dirigir los recursos disponibles desde las regiones más deprimidas económicamente hacia las más dinámicas. De esta forma, la actuación del sistema bancario estaría contribuyendo a una mejor asignación de los recursos, canalizando el ahorro (una vez transformado en créditos) desde las regiones en donde hay menores oportunidades de inversión hacia aquellas en donde hay proyectos que ofrecen una mayor rentabilidad (véase gráfico nº 1). Este enfoque de neutralidad es propio de los modelos de equilibrio general competitivo, en los que se asume que los flujos financieros interregionales son un simple reflejo de las diferencias reales ya existentes entre las economías regionales que componen una economía nacional, y nunca una causa explicativa de ellas.

³ Para una definición formal sobre lo que se entiende por neutralidad monetaria véase Patinkin (1987). Por su parte, los trabajos de Friedman (1969) y Lucas (1972) representan dos claros ejemplos sobre el carácter neutral atribuido por la teoría monetaria ortodoxa al dinero.

Gráfico nº 1. TEORÍA CONVENCIONAL SOBRE FLUJOS FINANCIEROS INTERREGIONALES



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 155).

Flujos financieros y mercados regionales de crédito

Muchos autores, sin embargo, han cuestionado este enfoque de equilibrio competitivo; y no sólo porque hayan advertido que los flujos financieros interregionales pueden perpetuar (o ampliar) las diferencias interregionales en renta, en la medida en que las regiones exportadoras de ahorro verían reducido el volumen de fondos prestables para financiar sus proyectos de inversión y, además, incrementada su dependencia financiera respecto de las regiones más desarrolladas (Myrdal, 1957), sino también por la existencia de factores que interfieren en el arbitraje interregional de fondos (Roberts y Fishkind, 1979; Moore y Hill, 1982 y Dow, 1987c).

Así, por ejemplo, Roberts y Fishkind (1979) identifican tres factores que impiden la existencia de un arbitraje interregional perfecto. El primero de ellos es la disponibilidad y calidad de información sobre las condiciones financieras prevalecientes en cada mercado, lo cual ocasiona una segmentación de los mercados regionales, e impide una asignación eficiente de los recursos. Un segundo elemento es la existencia de activos financieros no homogéneos entre las regiones, lo cual reduce la

sustituibilidad entre ellos, y refuerza la segmentación de los mercados. El tercer elemento es la preferencia por la liquidez, que al variar regionalmente afecta a la sensibilidad de la oferta y demandas regionales de crédito. Al combinar estos tres elementos, los autores concluyen su análisis señalando estos cinco elementos de los mercados regionales de crédito: 1) los tipos de interés regionales pueden diferir de los nacionales, 2) además, pueden fluctuar alrededor de los nacionales entre dos bandas que incluirían las diferencias regionales en costes de transacción, 3) cuanto más aislada se encuentre una región, más amplias serán sus bandas de fluctuación y, por lo tanto, mayor puede ser la variabilidad de sus tipos de interés, al ocasionar mayores costes de transacción y disponer de menos información (y de menor calidad) sobre las condiciones en los mercados de crédito nacionales y mayores costes para obtener esa información, 4) cuanto más aislada se encuentre una región, más inelástica serán la oferta y la demanda de activos regionales, lo cual refleja una mayor dependencia por parte de los prestatarios locales de los recursos bancarios, ya sea porque se trata de demandas de pequeñas empresas, familias o por el mayor aislamiento de los mercados centrales. Por su parte, la mayor inelasticidad de la oferta podría reflejar el mayor riesgo regional percibido por los bancos, así como los mayores costes y dificultades inherentes al proceso de estudio de la calidad crediticia que se registra en los mercados periféricos (menos conocidos por los bancos nacionales). Y, por último, 5) las diferencias regionales en términos de las elasticidades de las curvas IS y LM podrían causar diferentes impactos regionales de la política monetaria nacional (Roberts y Fishkind 1979: 20-2).

Moore y Hill (1982) añaden a los argumentos anteriormente señalados que el arbitraje interregional no es ni automático ni perfecto, máxime cuando existen diferencias importantes en el tamaño tanto de los demandantes (tejido empresarial) como de los oferentes de crédito (entidades bancarias), que hace que los elevados costes de transacción y las distintas posibilidades de acceso a los mercados financieros extraregionales juegue en contra de los intermediarios e inversores locales de menor dimensión. Así, los elevados costes de transacción encarecerían (o incluso impedirían) las operaciones de endeudamiento de menor cuantía en algunas regiones, al sufrir un encarecimiento relativo muy superior (por los costes de transacción) al que sufren las operaciones de mayor cuantía, mientras que las mayores dificultades de acceso a los mercados extraregionales por parte de algunos intermediarios bancarios locales limitaría la oferta regional de crédito, lo cual occasionaría un mayor aislamiento o segmentación en determinados mercados regionales de crédito.

Una de las aportaciones más originales y relevantes realizada por Dow (1987c) fue la de advertir que, incluso existiendo un sistema bancario integrado nacionalmente, no es probable que todas las regiones se enfrenten a una oferta perfectamente elástica de crédito, ya que si los bancos presentasen una elevada preferencia por la liquidez en esos mercados, no concederían créditos independientemente de que dispusieran de una base regional de depósitos amplia, o que pudieran obtener más fon-

dos para prestar desde su central (en otra región) o acudiendo a otros mercados (interbancario). Por lo tanto, la relevancia de la aportación de Dow (1987c) reside en que reconoce, expresamente, no sólo un factor de oferta muy relevante (la preferencia por la liquidez) que puede limitar la disponibilidad de crédito en una región, sino que además, al reconocer el carácter endógeno de la oferta monetaria, invierte la relación de causalidad entre créditos y depósitos que hasta ese momento se asumía en los análisis realizados. De esta forma, en lugar de considerar que los cambios en la renta regional generan cambios en los depósitos y en los créditos regionales, Dow (1987c) también consideró la posibilidad de que los cambios en la preferencia por la liquidez regional (debidos a una mayor o menor confianza en la economía regional) condujeran a cambios endógenos en la cantidad de crédito regional y, por último, que estos generasen cambios en el ingreso regional. Otra de las aportaciones relevantes realizadas por Dow (1987c) fue la consideración de la estructura del sistema bancario, al incorporar la distinción entre segmentación de mercado e institucional. En su trabajo, Dow se plantea explícitamente si la existencia de un sistema bancario integrado nacional (*branch banking system*) podría alterar las conclusiones alcanzadas en su análisis. Con este planteamiento, esta autora pretendía cuestionar el supuesto de que las regiones se enfrentan a una oferta monetaria horizontal en tipos de interés ya que las sucursales regionales de un banco nacional pueden prestar más de lo que su base regional de depósitos les permite contablemente, al poder siempre obtener recursos desde su sede central. Esto significaría que, en el contexto de no segmentación institucional de mercado, la disponibilidad de crédito no sería un problema regional ya que su oferta sería perfectamente elástica. Sin embargo, Dow sugirió que incluso existiendo un sistema bancario integrado nacionalmente, no es probable que todas las regiones se enfrenten a una oferta perfectamente elástica de fondos, ya que si los bancos presentasen una elevada preferencia por la liquidez en esos mercados, no concederían créditos independientemente de que dispusieran de una base regional de depósitos amplia o que pudiesen solicitar más recursos a su sede central. Desde esta perspectiva, será la preferencia por la liquidez el factor que explique el crecimiento del crédito en la región y no la base de depósitos o reservas. Por lo tanto, y a pesar de considerar a la oferta monetaria como endógena al sistema, la disponibilidad de crédito podría todavía constituir un problema regional.

La teoría neokeynesiana

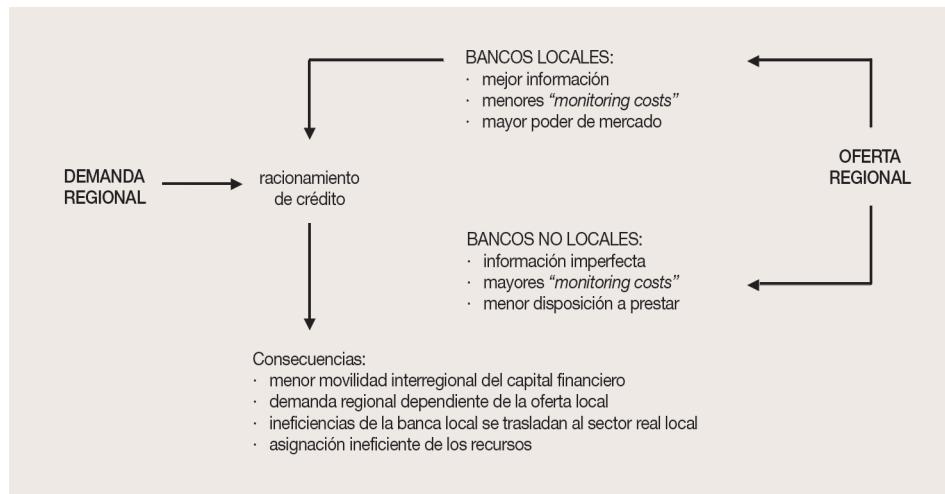
Algunos autores han estudiado el papel del sistema bancario en el desarrollado regional a partir de la teoría neokeynesiana sobre el racionamiento del crédito, con la finalidad de identificar los factores que podrían ocasionar la segmentación de los mercados regionales de crédito. Al contrario de lo que se asume en los modelos de equilibrio general, que parten del supuesto de existencia de una perfecta movilidad interregional del capital, la literatura neokeynesiana se centra en el análisis de cómo la existencia de información asimétrica e imperfecta podría generar una baja movili-

dad del capital y, también, conducir a una asignación ineficiente de los recursos financieros, al dar origen a situaciones de racionamiento en los mercados de crédito regionales.

La literatura neokenesiana señala que la existencia de segmentación en los mercados financieros regionales hace que los bancos locales tengan un poder de mercado superior al que tendrían de no existir tal segmentación (véase, por ejemplo, Samolyk 1989, 1991 y 1994, Greenwald *et al.*, 1993 y Faini *et al.*, 1993). De esta forma, la creación y extensión del crédito en una región depende, en gran medida, de los bancos locales, y fundamentalmente de la composición de sus balances y cuentas de resultados. Además, el mayor poder de las entidades locales no puede ser contrarrestado por los bancos nacionales, ya que los primeros disponen de información de mayor calidad de la que disponen las instituciones financieras de fuera (*outsiders*). Esta información superior les permite no sólo identificar las mejores oportunidades de negocio, sino ejercer una mejor supervisión (*monitoring costs*) de la marcha de las mismas a un menor coste que los bancos no locales. Todo ello convierte a los demandantes regionales de crédito en más dependientes de los bancos locales, reduciéndose así las opciones financieras realmente disponibles para los pequeños inversores locales. Por todo ello, los bancos locales desempeñan un papel central en el suministro de crédito a la región, ya que si estos fallan en su función de proveedores de crédito, no podrán ser sustituidos por otras instituciones de fuera debido a la existencia de información incompleta en el mercado.

Varios trabajos empíricos, que han aplicado la teoría neokenesiana de racionamiento del crédito a escala regional, han aportado pruebas sobre la influencia (negativa) del sistema bancario en el desarrollo regional (Samolyk 1991 y 1994 y Faini *et al.* 2003). Por ejemplo, Samolyk (1991 y 1994) estudió la relación entre el crecimiento regional y algunas variables crediticias regionales, entre las que se incluyen algunos ratios bancarios, con el objeto de determinar si los bancos locales influyen en la evolución del crédito regional y en la marcha de la economía. En concreto, la hipótesis objeto de contrastación en el trabajo de Samolyk fue que la existencia de costes de información podría conducir a un cierto grado de racionamiento en los mercados de crédito regionales en regiones que sufrían problemas financieros, mientras que esta situación no era probable que se registrase en regiones que no presentaban tales problemas. Las conclusiones de este trabajo fueron que «las condiciones de la banca local explicaban más el crecimiento del ingreso real en estados donde la calidad de los créditos bancarios ha sido muy baja, que en aquellos en donde las condiciones bancarias eran relativamente mejores» (Samolyk 1994: 259), lo cual fue interpretado como una prueba del poder de la banca local para influir en la economía regional, en este caso de forma negativa.

Gráfico nº 2. TEORÍA NEOKEYNESIANA SOBRE EL RACIONAMIENTO DE CRÉDITO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS REGIONALES



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 138).

Faini *et al.* (1993) y Messori (1993) también han analizado la relación entre, por una parte, el poder de monopolio de los bancos locales y su grado de eficiencia y, por otro, el atraso económico de las regiones del Sur de Italia. En su análisis, Faini *et al.* (1993) concluyen que la baja productividad de las regiones del sur de Italia se explica por las ineficiencias del sector financiero en esa región, así como por la existencia de asimetrías en la información y segmentación de los mercados financieros regionales. En este mismo sentido, Messori (1993) también concluye que la ineficiencia de los bancos del Sur de Italia es uno de los factores que explica los diferenciales de interés existentes entre el norte y el sur del país.

El estudio de la segmentación de los mercados financieros regionales ha sido también abordado desde el punto de vista empírico por McKillop y Hutchinson (1990), Hutchinson y McKillop (1990), Bias (1992) y Amos (1992), entre otros. McKillop y Hutchinson (1990) y Hutchinson y McKillop (1990) analizaron la segmentación de los mercados financieros en el Reino Unido; en concreto, estos trabajos se proponen responder a la pregunta de si existen diferencias en el coste de financiación entre las distintas regiones del Reino Unido y, en segundo lugar, si los bancos del norte (Irlanda del Norte) tenían una base de depósitos proporcionalmente más reducida y una mayor preferencia por la liquidez en las etapas de recesión. Estos autores concluyen que existe evidencia de diferencias regionales en términos del coste real de endeudamiento (McKillop y Hutchinson 1990: 29-31) aunque no sobre la existencia de un límite global en la oferta regional de crédito en Irlanda del Norte como consecuencia de estas diferencias (Hutchinson y McKillop 1990: 428-30).

Por el contrario, Bias (1992) sí encontró confirmaciones empíricas que sugerían la existencia de segmentación en los mercados financieros regionales en EE.UU., al encontrar diferencias regionales significativas en términos de la sensibilidad al tipo de interés nacional de algunas variables regionales.

Amos (1992) también interpreta la correlación entre las quiebras bancarias regionales en EE.UU. y algunas variables representativas de la estructura económica sectorial de las regiones norteamericanas como una prueba de la existencia de segmentación en los mercados bancarios regionales; conclusión que se repite en un estudio posterior (Amos y Wingender 1993), que revela una estrecha correlación entre el crédito y el nivel de renta regional en EE.UU.

La teoría postkeynesiana

Mientras que para los autores neokenesianos la existencia de información imperfecta y asimétrica es el factor explicativo del racionamiento en los mercados crediticios regionales, al impedir una redistribución eficiente del crédito entre las regiones, e incluso ocasionar un racionamiento del mismo al otorgar poder de mercado a las entidades locales e impedir la competencia perfecta con las entidades no locales (véase gráfico nº 2), los economistas postkeynesianos insisten en la relevancia de los factores que determinan la creación de crédito, y no sólo su redistribución regional. Por lo tanto, desde la perspectiva postkeynesiana, la cuestión relevante a abordar no es la de analizar por qué algunas regiones atraen más crédito que otras (el reparto del crédito), sino por qué los oferentes (bancos) y demandantes de crédito (inversores) de determinadas regiones no están dispuestos a prestar y endeudarse, respectivamente (la creación de crédito). Para desarrollar su argumento, los autores postkeynesianos se apoyan en dos elementos innovadores, no contemplados en la literatura neokenesiana: (1) el nivel de desarrollo financiero, que es abordado por medio del modelo de las etapas de desarrollo bancario formulado por Chick (1986 y 1988), y (2) los cambios en la preferencia por la liquidez de todos los agentes implicados en el proceso de creación de crédito, a saber, los ahorradores, los oferentes de crédito (entidades bancarias) y los demandantes (inversores).⁴

Aunque existen algunos paralelismos o puntos comunes entre las teorías neokenesiana y postkeynesiana, sin embargo, una inspección más detallada de ambas corrientes dejaría al descubierto grandes puntos de discrepancia entre las mismas. Así, por ejemplo, una característica de la teoría postkeynesiana es que no restringe su análisis a la oferta de crédito (el papel de los bancos locales), ya que considera que la oferta y la demanda de crédito son interdependientes puesto que la

⁴ En Chick y Dow (1988) y Dow (1987a y 1988) se ofrece el marco teórico en el que se ha desarrollado la mayor parte del análisis postkeynesiano referido al crédito regional, mientras que en Dow (1987b) se aplica tal esquema a las economías abiertas, y en Dow (1990a y 1992d) y Chick (1993a) se analizan las experiencias de Canadá, Escocia y la Unión Europea, respectivamente.

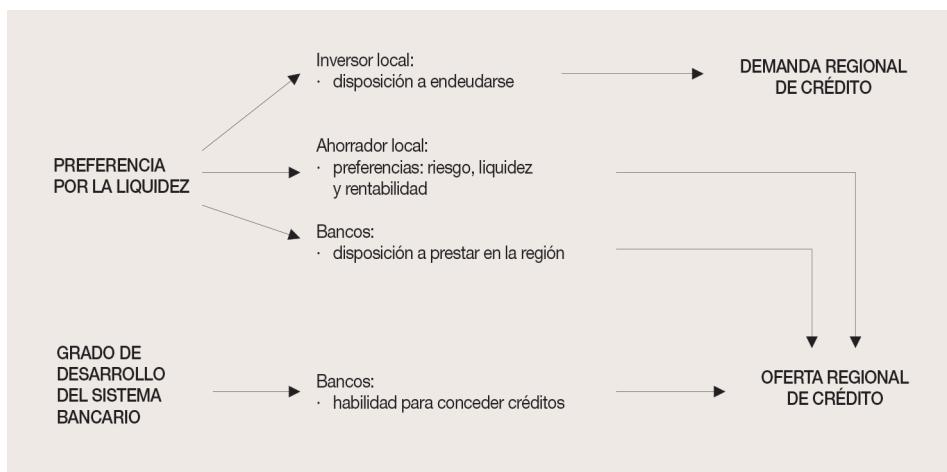
primera está parcialmente determinada por la segunda. Sin embargo, y como ya se señaló con anterioridad, la literatura neokenesiana se ha concentrado, principalmente, en las consecuencias de la existencia de información incompleta en los mercados regionales de crédito sobre la oferta de crédito. Para los autores neokenesianos el débil crecimiento del crédito regional se explica por la baja disposición de los bancos (locales y no locales) a suministrar crédito; se trata, pues, exclusivamente de un problema de oferta ocasionado por un fallo del mercado.

Sin embargo, para los autores postkeynesianos el débil crecimiento del crédito en una región también podría ser explicado por factores que operan desde el lado de la demanda; por ejemplo, por la existencia de una elevada preferencia por la liquidez de los inversores regionales, lo que les conduciría a no invertir, no endeudarse, no demandar créditos. Por lo tanto, desde la óptica postkeynesiana, no es posible llegar a obtener un conocimiento pleno del proceso de creación de crédito a escala regional si sólo nos detuvieramos en uno de los factores que operan sobre él (la oferta); sería necesario analizar tanto el comportamiento de los oferentes como de los demandantes, pues es la interacción entre ambos lo que determina la cantidad de crédito finalmente creada en la región. De este modo, una situación de débil crecimiento del crédito en una región no tendría por qué ser siempre interpretada como un tratamiento discriminatorio por parte de los bancos hacia esa región, ya que esta situación podría ser también explicada por un débil comportamiento de la demanda de crédito en la región. De hecho, los bancos conceden crédito porque alguien lo solicita. En este sentido, es evidente, pues, que ningún banco puede prestar más si ningún inversor está dispuesto a endeudarse en la región. Es por esto que Dow (1992d) ha señalado que el bajo crecimiento del crédito en determinadas regiones es probable que sea explicado por lo que ella ha denominado como «comportamiento financiero defensivo» (*defensive financial behaviour*) del conjunto de agentes regionales, más que por un trato discriminatorio concedido por el sistema bancario a determinadas regiones. Este tipo de comportamiento se corresponde con la existencia de una elevada preferencia por la liquidez, que conduce a una baja disposición por parte de los oferentes (bancos) y demandantes de crédito (inversores) a prestar y endeudarse, respectivamente (véase gráfico nº 3).

En el gráfico nº 3 se muestran los distintos elementos que, de acuerdo con la teoría postkeynesiana, resultan determinantes a la hora de analizar los mercados regionales de crédito. Del análisis de los elementos recogidos en el gráfico se desprenden dos conclusiones importantes. Primero, que el análisis de la disponibilidad de crédito regional exige tener en cuenta tanto a los factores que afectan a la oferta como a la demanda regional de crédito. Segundo, la existencia de una interrelación entre la oferta y la demanda de crédito, al estar ambas influidas por la variable preferencia por la liquidez. Por su parte, desde el lado de la oferta deben considerarse dos variables: la preferencia por la liquidez regional y el nivel de desarrollo bancario. Este último determina, como se sabe, la habilidad de los bancos para extender el cré-

dito, independientemente de su base de depósitos a escala regional o nacional. Así, cuanto más bajo sea el nivel de desarrollo del sistema bancario regional, más dependerá el crecimiento del crédito regional de las reservas bancarias regionales. Esto implica que el crecimiento del crédito en economías regionales que presentan sistemas bancarios poco desarrollados puede estar constreñido por la existencia de un nivel reducido de depósitos, o ahorro. Sin embargo, desde el momento en que el sistema bancario se desarrolla, lo anterior ya no es aplicable, pues ahora el crecimiento del crédito depende más del comportamiento de los bancos y de los demandantes de crédito que de las manipulaciones exógenas de la oferta monetaria por parte del banco central.

Gráfico nº 3. UN ESQUEMA DE LA TEORÍA POSTKEYNESIANA SOBRE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO REGIONAL



Fuente: Rodríguez Fuentes (1997: 141).

En lo que respecta a la preferencia por la liquidez, su influencia sobre el comportamiento del crédito bancario se manifiesta tanto a través de la oferta (bancos o prestamistas) como de la demanda (inversores o prestatarios). Desde el lado de la oferta, la preferencia por la liquidez afectará a la disposición de los bancos a prestar cuando el riesgo percibido en la región es elevado, o es muy difícil de cuantificar de forma precisa y objetiva.⁵ Una cuestión relacionada con esta última es la de si los bancos siempre pueden medir el riesgo crediticio regional o si, por el contrario, existen situaciones en las que éste no puede ser cuantificado de forma objetiva como consecuencia de la existencia de incertidumbre. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la preferencia por la liquidez de los bancos no sólo viene determinada

⁵ Este argumento coincide con el principio neokeynesiano de información imperfecta y asimétrica.

por factores tales como las expectativas de crecimiento regional, el grado de inestabilidad mostrado históricamente por la región, etc., sino que puede ser influida por las condiciones monetarias, financieras y crediticias creadas por el banco central en los mercados nacionales.

También se sugirió con anterioridad que los cambios en la preferencia por la liquidez podían ejercer un efecto sobre la demanda de crédito (inversores y ahorradores regionales). Por ejemplo, una mayor preferencia por la liquidez puede generar un cambio en las carteras de los ahorradores hacia posiciones más seguras y líquidas. Si estos activos menos arriesgados y líquidos no pueden ser adquiridos en los mercados regionales porque no existen agentes que los suministren, el cambio hacia posiciones más seguras podría generar salidas de recursos financieros desde estas regiones hacia otras en las que sí estuvieran disponibles tal tipo de activos. El hecho de que ese flujo de salida de fondos hacia otras regiones reduzca la cantidad de fondos prestables en la región, o no, dependerá de dos factores: a) del grado de desarrollo del sistema bancario regional, y b) del propio efecto que tal salida de fondos pueda tener sobre la preferencia por la liquidez de los bancos regionales.

Asimismo, un deterioro de las expectativas de crecimiento de la economía regional (mayor preferencia por la liquidez) podría reducir la demanda regional de crédito en la medida en que estas peores expectativas podrían ralentizar o posponer en el tiempo las inversiones previstas en la región. Sin embargo, un mayor optimismo podría elevar la demanda regional de crédito y, en la medida en que el sistema bancario también sea cómplice de tal optimismo y pueda responder al incremento en la demanda, se daría lugar a un incremento en la cantidad de crédito regional.

Dado que tanto la función de demanda como la de oferta de crédito dependen de la preferencia por la liquidez, ambas funciones son interdependientes. Además, esta interdependencia hace muy difícil identificar si existe racionamiento en el mercado de crédito regional. Algunos autores han intentado analizar esta cuestión contrastando si algunas regiones exhiben participaciones decrecientes a largo plazo en el total de crédito bancario nacional, y no han encontrado confirmación empírica en este sentido. Porteous (1995), por ejemplo, ha aportado alguna prueba empírica de la experiencia australiana y canadiense entre los años 1950-84 y 1975-90, respectivamente, concluyendo que, en su conjunto, «existe muy poco apoyo empírico concluyente acerca de la discriminación sistemática por parte de los bancos nacionales en el sentido de participaciones decrecientes en el crédito a largo plazo [para algunas regiones] o en términos de racionamiento».

Sin embargo, la teoría postkeynesiana no predice una tendencia decreciente a largo plazo en las participaciones crediticias de las regiones periféricas, sino que sostiene que el comportamiento del crédito en estas regiones presenta un patrón más inestable que el que se registra en las regiones centrales y más desarrolladas. Esta inestabilidad se traduce en mayores crecimientos y decrecimientos en el crédito ban-

cario en estas regiones durante las fases expansivas y recesivas del ciclo económico, respectivamente.⁶

Por lo tanto, y en la medida en que en una economía desarrollada el volumen de crédito bancario pudiera no estar limitado por las reservas bancarias, la cuestión a considerar no es la de cómo se reparte regionalmente una cantidad fija de crédito nacional, sino cómo se crea o se destruye el crédito en cada región. Por lo tanto, la cuestión empírica no puede limitarse a la comparación entre las cifras de créditos y depósitos regionales, sino al análisis de los factores que determinan la decisión de ofrecer y demandar crédito. Además, la comparación de las cifras regionales de créditos y depósitos podría ser confusa ya que su relación no tiene por qué ser constante. Por ejemplo, se podría esperar que el crédito crezca durante las expansiones debido a la menor preferencia por la liquidez de los prestamistas (bancos) y prestatarios (inversores). Sin embargo, lo que ocurre con las cifras de depósitos regionales dependerá de si los flujos de crédito se desvían hacia la financiación de gastos fuera de la región (importaciones, inversiones en activos financieros e inmobiliarios de otras regiones, etc.). Por lo tanto, un elevado ratio créditos/depósitos regionales podría darse durante los períodos expansivos en las regiones periféricas o menos desarrolladas, ya que el crecimiento de éstas es probable que se filtre hacia el exterior a través del incremento de sus importaciones.

No obstante, lo que ocurre en las recesiones es más difícil de prever. Durante una recesión se espera que tanto la demanda como la oferta de crédito decrezcan como consecuencia de la mayor preferencia por la liquidez de los inversores y los bancos. Por lo tanto, es difícil determinar si el menor crecimiento del crédito durante las recesiones es una prueba de la existencia de cierto racionamiento en el mercado regional, pues tanto la oferta como la demanda se han desplazado en el mismo sentido. Sin embargo, podría existir algún racionamiento de la demanda de crédito en la medida en que ciertas demandas de crédito, las ligadas a los procesos productivos no especulativos, no descenderán. Al mismo tiempo, la mayor preferencia por la liquidez también podría exacerbar la salida de fondos en manos de los ahorradores locales hacia otros mercados más seguros y líquidos (regiones centrales), pues en ellos sí que se ofrecen títulos con unas combinaciones riesgo-liquidez más adecuadas a las preferencias de aquellos ahorradores que manifiestan aversión al riesgo (como los títulos ofertados por las grandes empresas y el sector público). No obstante, si el ratio crédito/depósito crece o decrece durante la recesión, dependerá de la magnitud de los factores mencionados (descenso de la demanda y oferta de crédito y salida de recursos financieros hacia otros mercados). Ninguna relación determinística puede ser establecida a priori, ya que algunas de las variables incluidas en el

⁶ En Dow (1993a: 38-40) se ofrece una descripción más detallada al respecto. Por su parte, los capítulos 2 y 5 de Minsky (1982) ofrecen una completa descripción de la relación entre la creación/destrucción de crédito y las fases del ciclo económico.

análisis son difíciles de cuantificar y prever, como puede ser el caso de los cambios en la preferencia por la liquidez de los agentes financieros regionales.

2.2. Finanzas y desarrollo regional

A partir del trabajo pionero de King y Levine (1993a) se ha consolidado una línea de investigación que, bajo el rótulo «*finance-growth nexus*», y haciéndose eco de las observaciones hechas antes por autores como Walter Bagehot, Josep Schumpeter, Raymond Goldsmith, Ronald McKinnon (1973) y Edward Shaw, por ejemplo, respecto del papel del sistema financiero en el crecimiento económico⁷, se ha propuesto analizar la relación entre las finanzas y el desarrollo económico.⁸

Aunque tanto en el campo de la teoría del crecimiento (Lucas, 1988) como del desarrollo (Stern, 1989) se han obviado los elementos financieros, tanto la investigación empírica como los desarrollos teóricos recientes alcanzados por esta nueva corriente sugieren la existencia de una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico (Levine, 1997: 688). En concreto, Levine resalta que los resultados empíricos alcanzados en esta línea de investigación confirman que el nivel de desarrollo financiero constituye un buen predictor de las futuras tasas de crecimiento económico, de acumulación de capital y de cambio tecnológico; y que también los estudios de corte transversal y los casos de estudio (ámbito de empresa o industria) muestran que el desarrollo financiero afecta a la velocidad y al patrón de crecimiento. Todos estos resultados vendrían a demostrar la existencia de un nexo entre las finanzas y el desarrollo.

Al contrario de lo que se sostiene en los modelos de crecimiento económico de corte neoclásico (Lucas, 1988), o en los modelos de financiación empresarial de la supuesta irrelevancia de la elección de las fuentes de financiación (Modigliani y Miller, 1958), que no reconocen ninguna relevancia a los aspectos financieros en el crecimiento, en la literatura «*finance-growth*» se reconoce expresamente la influencia del sector financiero sobre el crecimiento a través de tres vías: (1) el aumento de la tasa de ahorro, que permitiría aumentar la oferta de recursos prestables; (2) el aumento de la eficiencia bancaria, que al permitir reducir los costes de intermediación garantizaría una menor «pérdida» de recursos en la labor de transformación de activos que realizan los intermediarios bancarios; y (3) un aumento en la productividad del capital, al mejorar la asignación del capital y dirigir la financiación hacia los pro-

⁷ Véase, por ejemplo, las referencias que se hacen a tales autores en Pagano (1993: 613), Jayaratne y Strahan (1996: 639-40), Levine (1997: 688), Rajan y Zingales (2001: 468) y Arestis (2005: 1-3).

⁸ Una buena muestra de la rápida consolidación de esta línea de investigación es, además de las innumerables contribuciones publicadas desde entonces, la publicación del artículo de Ross Levine en el destacado *Journal of Economic Literature*, así como los artículos de Maxwell Fry, Ajit Singh, Philip Arestis y Panicos Demetriades en la sección «*controversy*» del número 107 del *Economic Journal*, todos publicados en el año 1997.

yectos económicamente más rentables (Pagano, 1993: 614-5). De entre estos tres argumentos, es el último –el que insiste en los efectos de la mejora de la eficiencia del sector bancario sobre la productividad del capital– el que se considera más importante, tanto teórica como empíricamente. Sin ir más lejos, en un reciente trabajo (Barajas *et al.*, 2013) se concluye que la contribución del sector financiero al crecimiento se consigue mediante la reducción del «*output-gap*» entre el nivel de eficiencia potencial, que los autores del trabajo calculan para distintos grupos de países mediante la estimación de una «frontera de posibilidades financieras», y el nivel real de eficiencia calculado a partir de distintos ratios bancarios. Con veinte años de anhelación a la publicación de este último trabajo, otros autores que analizaban la contribución del sistema financiero al desarrollo regional en Italia concluían lo siguiente: «las instituciones financieras del Sur han contribuido, junto con otros muchos factores, al menor desarrollo de Italia porque no han tenido éxito en su función de canalizar los recursos financieros a las empresas y proyectos con mayores tasas de rentabilidad social» (Faini *et al.*, 1993: 161). En concreto, para Faini *et al.* (1993) el menor desarrollo económico del Sur era resultado de un «*efficiency-gap*» en la industria financiera que erosionaba la rentabilidad del factor capital en esa región de Italia, y que se traducía en la existencia de mayores costes operativos, una menor calidad de los préstamos bancarios (mayor morosidad), un menor desarrollo de productos y servicios financieros y mayores tipos de interés aplicados en los préstamos concedidos.

Sin embargo, más allá de este reconocimiento de la influencia positiva que ejercen los intermediarios bancarios en el desarrollo mediante una mejora de la eficiencia de los proyectos de inversión que financian, algunos autores han reclamado también la necesidad de tener presente otros elementos igualmente relevantes que, por aplicación de determinados supuestos, normalmente se excluyen del análisis. Así, por ejemplo, Stiglitz (1989) ha advertido de la necesidad de reconocer que «la asignación del capital [recurso financiero] es una tarea mucho más compleja que lo que sugiere el paradigma simple de la oferta y la demanda», y que resulta desconcertante que los «economistas de Chicago» sigan formulando propuestas que se sostienen en tres supuestos que él considera erróneos: a) que los mercados de capitales son simplemente como los de mesas y sillas, b) que el mercado libre de restricciones, ya sea para sillas, mesas o capitales, asegura siempre la asignación Pareto-eficiente de los recursos; y c) que las políticas que pretenden empujar a la economía hacia las posiciones del libre mercado siempre logran mejorar el bienestar (Stiglitz, 1989:61). Posteriormente, y de forma explícita, Stiglitz añadía a su análisis la necesidad de tener presente que la liberalización de los mercados (o el aumento de la competencia) no sólo no siempre conduce a una mayor eficiencia en la asignación del crédito, sino que incluso puede aumentar la inestabilidad financiera y, por ende, interferir en el crecimiento (Stiglitz, 1993:348).

Por lo tanto, de las observaciones señaladas por Stiglitz (y también otros muchos autores) se podría inferir que, al estar asumiendo supuestos irreales, cuando no falsos, es muy probable que buena parte de la investigación que se ocupa del análisis de la influencia del sector financiero en el crecimiento esté omitiendo variables relevantes. Hace años, también James Tobin confesaba su escepticismo acerca de que el funcionamiento libre del mercado pudiera asegurar la eficiencia del sistema financiero, y por ello manifestó su visión contraria a las corrientes de liberalización y desregulación que se propugnaban en ese momento con el propósito de garantizar la eficiencia del sistema (Tobin, 1984: 2).

Aunque mayoritariamente la literatura «*finance-growth*» se centra en comparaciones y análisis para grupos de países a nivel internacional, también existen algunas aportaciones que se han interesado por el estudio de esta cuestión a escala regional. Un ejemplo de estas contribuciones son los trabajos de Guiso *et al.* (2004), Carbó *et al.* (2003), Carbó y Rodríguez (2004), Hasan *et al.* (2009) y Kendall (1992). Estas contribuciones, por tanto, deberían añadirse a las otras corrientes de investigación en el campo de las finanzas regionales identificadas previamente en el *survey* de la literatura que se presenta en Dow y Rodríguez Fuentes (1997).

Carbó y Rodríguez (2004) analizan la relación de causalidad entre algunas variables financieras y bancarias (regionalizadas) y el crecimiento económico regional en las 17 comunidades autónomas españolas durante el período 1993-99. Los resultados obtenidos por estos autores revelan un causalidad inversa a la obtenida en King y Levine (1993a), pues obtienen que el PIB regional predice la evolución del desarrollo financiero en la mayor parte de las regiones españolas. Sin embargo, este resultado, advierten los autores, está en la línea de lo señalado en los trabajos teóricos de Greenwood y Jovanovic (1990) y Galetovic (1996).

Hasan *et al.* (2009) analizan la relación *finance-growth* en 147 regiones (NUTS-2) de 11 países de la UE, en el período comprendido entre 1996 y 2004. Los resultados de este trabajo confirman la existencia de una relación positiva entre distintos indicadores de «calidad» bancaria (ratios de eficiencia bancaria) y el crecimiento económico regional. Entre sus conclusiones merece la pena destacar que, entre las tres vías de influencia del sistema bancario en el crecimiento regional (el aumento del volumen de crédito, el aumento de la eficiencia bancaria, y la interacción entre ambas), en las regiones más maduras el factor más decisivo es siempre el aumento de la eficiencia bancaria y los servicios prestados, y no tanto el aumento del volumen de crédito.

El trabajo de Kendall (1992) confirma la existencia de un vínculo entre el infra-desarrollo del sector bancario local y el menor ritmo de crecimiento en 209 distritos de nueve estados de la India, entre los años de 1991 y 2001. Sin embargo, en este trabajo también se concluye que esta relación positiva tiende a desvanecerse conforme

aumenta el nivel de desarrollo (medido por el nivel de capital humano de cada región).

Con carácter general, podríamos concluir este epígrafe señalando que la literatura empírica que aborda el estudio de la relación entre las finanzas y el crecimiento económico a nivel regional confirma la existencia de una relación positiva entre ambas variables. No obstante, tanto en la literatura que aborda este tema desde el plano regional, como la que lo ha hecho desde el de los de países, se mencionan algunos elementos que merece la pena tener presentes para una correcta interpretación de sus resultados, y que pasamos a comentar seguidamente.

- *Causalidad, magnitud y modulación del efecto «finance-growth»*

Una de las incógnitas siempre presentes en esta literatura es la de la dirección de causalidad entre las finanzas y el crecimiento. Aunque Levine (1997) señala que la investigación empírica indica que el nivel de desarrollo financiero constituye un buen predictor del crecimiento económico, y que los numerosos estudios de corte transversal y los casos de estudio (a nivel de empresa o industria) muestran que el desarrollo financiero afecta a la velocidad y al patrón de crecimiento, este mismo autor advierte de la existencia de «terceros factores» relacionados con el marco legal e institucional de cada país que podrían influir en estos resultados (Levine, 1997: 690). Asimismo, este mismo autor advierte de la influencia que ejercen los cambios en las telecomunicaciones, la informática, las políticas dirigidas a los sectores no financieros, las instituciones y el propio nivel de desarrollo económico en la calidad de los servicios financieros y en la propia estructura del sector (Levine, 1997: 721). Por lo tanto, teniendo en cuenta todos estos elementos, así como la obvia observación de que el desarrollo económico también estará influido por la política de desarrollo que deliberadamente se impulsa (o no) en cada estado, es necesario resaltar que la causalidad estadística que revelan los trabajos empíricos debe interpretarse con mucha cautela.⁹

- *Los riesgos potenciales de la liberalización financiera*

Algunos autores advierten que, además de influir positivamente en el crecimiento, el desarrollo financiero también puede dar lugar a un aumento de la vulnerabilidad financiera (Stiglitz, 1993) y una mayor variabilidad del *output*, lo cual puede ocasionar efectos no despreciables en los países (y regiones) menos desarrolladas (Méon y Weill 2010). Por este motivo, algunos autores (Arestis, 2005 y Arestis y Demetriadis, 1997 y 1998) han advertido de los múltiples riesgos implícitos en las medidas que, buscando reforzar la relación entre las finanzas y el desarrollo mediante la eliminación de la llamada «represión financiera» (véase Greewood y Jovanovic,

⁹ Véase, por ejemplo, Fitzgerald (2007: 11-16).

1990), promueven la liberalización del sector financiero para garantizar una asignación más eficiente de los recursos financieros.

- *¿Sólo cuando hay fallos de mercado?*

Aunque los modelos de crecimiento endógeno reconocen que los factores financieros influyen en el crecimiento mejorando la eficiencia asignativa del capital financiero (Pagano, 1993), hay que tener presente que esta mejora es siempre resultado de la existencia de un fallo de mercado (asimetrías de información), que otorga a los intermediarios bancarios un papel fundamental sólo por la imposibilidad de que los mercados sean capaces de identificar los proyectos más rentables y financiarlos directamente. De este modo, tal y como se sostiene en los modelos convencionales que se construyen a partir de la teoría monetaria neokeynesiana (que fueron revisados en el apartado anterior), también en estos modelos *finance-growth* se destierra la posibilidad de que el sector bancario pueda desempeñar un papel positivo en el crecimiento en ausencia de fallos de mercado, o que incluso en presencia de estos fallos, las diferencias de comportamiento entre las entidades que componen el sector bancario puedan ocasionar resultados dispares a escala regional.¹⁰

3. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

En este trabajo hemos ofrecido una visión panorámica de la investigación centrada en el estudio de la influencia del sector financiero en el crecimiento regional. Al contrario de lo que decíamos hace no muchos años (Dow y Rodríguez Fuentes, 1997), sobre esta cuestión existe ya una literatura abundante, y constituye un tema de preocupación e interés en la agenda política (al menos cuando por «regional» entendemos países que forman parte de un área monetaria, o grupos de países que conforman un bloque relativamente homogéneo en el plano mundial).

Pero a pesar del incremento experimentado en los últimos lustros en el número de publicaciones al respecto, no creo que podamos decir que el radio de acción que cubre la literatura especializada se haya ampliado, sino todo lo contrario. Y esto obedece, en nuestra opinión, al hecho de que el planteamiento de las cuestiones se sigue haciendo desde el principio de la neutralidad monetaria y financiera implícito en la teoría económica convencional. Por este motivo, las consecuencias regionales derivadas de las decisiones de política monetaria o la actuación del sistema financiero siempre se identifican con la generación de fluctuaciones (inestabilidad) en el *output* (a corto plazo) o inflación (largo plazo), o el racionamiento del crédito en algunas regiones, al existir fallos de mercado (información asimétrica, elevados costes de transacción, o segmentación institucional, por ejemplo) que impiden la existen-

¹⁰ Ver, por ejemplo, las reiteradas apelaciones o críticas a la banca española para que conceda crédito.

cia de flujos financieros interregionales que garanticen una igualación de las condiciones financieras en todos los mercados regionales. Pero resulta necesario advertir, porque en ocasiones se pasa por alto, que estos resultados son inevitables en un modelo en el que el dinero (entiéndase, el crédito) constituye un elemento extraño, o ajeno al sistema, que no es considerado como un factor necesario para la producción, y sólo es visto como un elemento que facilita el intercambio. Y es importante que resaltemos esto en las conclusiones, porque si de verdad queremos avanzar, y no seguir replicando los mismos resultados, resulta más que conveniente ampliar el campo de juego, e introducir otros supuestos, siendo conscientes de que la forma en que acotamos la realidad objeto de estudio está influida por nuestro modo de pensamiento, y que el estudio de la realidad puede abordarse desde diversas ópticas que pueden aportar distinto tipo de información sobre un mismo suceso (Dow, 2012).

Cuadro nº 1. CONOCER MÁS Y CONOCER MEJOR

		Resultado:
Conocer más	<ul style="list-style-type: none"> Aplicando el conocimiento existente a diferentes escenarios: espaciales o temporales 	✓ Replicación del conocimiento existente
	<ul style="list-style-type: none"> Mejorando las técnicas y herramientas empleadas en el campo empírico 	✓ Mayor precisión y ajuste de los resultados
	<ul style="list-style-type: none"> Mejorando la medición de las variables 	
Conocer mejor	<ul style="list-style-type: none"> Reorientando el conocimiento actual a la luz de la nueva evidencia y experiencia 	✓ Creación de conocimiento (mayor comprensión)
	<ul style="list-style-type: none"> Aproximándose al tema desde diversas perspectivas, aplicando un mayor pluralismo metodológico Identificando nuevos enfoques, mecanismos y variables relevantes 	✓ Descubrimiento de relaciones o mecanismos antes no considerados, o reinterpretación de los existentes

Fuente: Elaboración propia.

Por supuesto, entre los trabajos que hemos revisado en este artículo hay contribuciones que se han aproximado a este campo desde un principio de no neutralidad monetaria; pero atendiendo a los números, hay que admitir que estos constituyen una minoría. No se trata de menospreciar lo hecho hasta ahora; se trata de complementar el análisis con otras perspectivas que nos ayuden a entender mejor los resultados que hemos obtenido hasta la fecha. Haciendo un balance de los trabajos publicados, podemos concluir que hoy conocemos mejor la relación entre las finanzas y

el crecimiento regional que hace veinte o treinta años, pero que, indudablemente, todavía existe margen para conocer mejor los mecanismos de interrelación.

Hoy conocemos más gracias a los innumerables trabajos empíricos que se han ocupado de aplicar teorías conocidas en distintos escenarios (entre distintos países en un mismo instante del tiempo, o entre distintos instantes del tiempo en un mismo país o grupos de países, por ejemplo) para comparar resultados y extraer conclusiones generales; o de repetir los análisis para introducir las últimas innovaciones en el campo de las herramientas analíticas. Es obvio que hoy sabemos más porque disponemos de mejores instrumentos, herramientas e información para validar o refutar hipótesis. Sin ir más lejos, Levine (1997: 703-4) señalaba hace unos años que, desde los tiempos de Goldsmith (1969), se ha avanzado mucho en la superación de los obstáculos y limitaciones de las contribuciones pioneras que resaltaban la importancia del desarrollo financiero para el crecimiento. Y es obvio que los economistas disponemos ahora de muchos más modelos sofisticados, bases de datos y medios técnicos para su procesamiento que hace cuarenta años. Pero eso no significa, necesariamente, que las conclusiones y los resultados que obtenemos hoy hayan significado un verdadero progreso en nuestro conocimiento, porque en muchas ocasiones uno tiene la impresión de que, realmente, detrás del supuesto avance sólo se esconde una mayor capacidad y nivel de destreza para disfrazar nuestra ignorancia con ropa-jes elegantes, de carácter técnico, que sólo persiguen elevar al rango de *relevante* lo que sólo es *elegante*, cuando no *irrelevante* o simplemente *falso*.

Por eso decimos que se echa en falta un avance de igual magnitud en otros frentes, como por ejemplo en el de la resintonización y evaluación de nuestro conocimiento a la luz de la experiencia y la nueva evidencia que nos va proporcionando el transcurso del tiempo, la incorporación de nuevos enfoques y un mayor pluralismo metodológico en los análisis.

No cabe duda de que la investigación que se ha desarrollado hasta la fecha, y que se ha revisado en este trabajo, ha mejorado sustancialmente nuestro conocimiento sobre la influencia del sistema financiero en el crecimiento. Pero lo que queremos plantear pretende suscitar una reflexión sobre si realmente estamos de acuerdo con la idea (convicción o dogma) de que existe un único modelo válido, e invariable en el tiempo, en el que se pueda estudiar la relación entre las finanzas y el desarrollo, y que las incertidumbres u *outliers* que se obtienen en la contrastación empírica son sólo resultado (todavía) de nuestra incapacidad para identificar satisfactoriamente el mecanismo subyacente, ya sea por errores formales-matemáticos, inadecuación de los datos disponibles, o por interferencias exógenas al modelo (la intervención del Estado) que impiden se produzcan los resultados previstos.

Formulamos esta reflexión porque en el contexto de la teoría ortodoxa sólo se reconoce, en el mejor de los casos, que el dinero y el sistema financiero son neutrales y que, cuando se emplean los instrumentos inadecuadamente o existen fallos de

mercado, la política monetaria y el sistema financiero se convierten en un lastre para el crecimiento, al ocasionar fluctuaciones económicas a corto plazo o inflación a largo plazo, y una ineficiente asignación del crédito. Pero si en vez de asumir el principio (o dogma) de neutralidad monetaria, que es fruto de la radical separación entre variables reales y monetarias que se formula en la teoría ortodoxa, y que en cierta medida predeterminará nuestras conclusiones, y consideráramos expresamente que es imposible modelizar determinísticamente el comportamiento de los agentes económicos debido a la naturaleza peculiar de las relaciones económicas (el *subject matter*, según expresión del propio Keynes) y su carácter cambiante en el tiempo, entonces nuestro análisis sobre las posibilidades de influencia del sector financiero en el crecimiento se ampliarían notablemente. En este nuevo escenario cobraría mucho sentido el plantearse cuestiones tan complejas como necesarias como es la de estudiar el «uso o destino final» del dinero, o del crédito, que es lo que Chick (1973:132) ha etiquetado como «la segunda mitad del cambio monetario». Entonces, lo realmente relevante ya no será estudiar *si* el aumento de la cantidad de dinero (o crédito) afecta al *output*, o no, sino que lo relevante ahora es identificar cómo se produce ese cambio monetario (Chick, 1984) y cuándo surte efecto sobre el crecimiento, para lo cual resulta muy conveniente tener presente que esta misma autora ha señalado, en su teoría sobre los estadios de desarrollo bancario (Chick, 1986), que el funcionamiento de la política monetaria y del sistema bancario se transforma con el desarrollo, y que la aplicación de esta idea en el contexto regional ofrece muchas posibilidades, como se indica en Chick y Dow (1988) o metodológico en los análisis.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMOS, O. M. (1992): «The Regional Distribution of Bank Closings in the United States from 1982 to 1988», *Southern Economic Journal*, 58(3): 805815.
- AMOS, O. M. y WINGENDER, J. R. (1993): «A Model of the Interaction Between Regional Financial Markets and Regional Growth», *Regional Science and Urban Economics*, 23(1): 85110.
- ARESTIS, P. (2005): «Financial liberalization and the relationship between finance and growth», Centre for Economic and Public Policy, Working Paper 05/2005, University of Cambridge.
- ARESTIS, P. y DEMETRIADIS, O. P. (1997): «Financial development and economic growth: assessing the evidence», *Economic Journal*, 107(442): 783-799.
- (1998): «Financial liberalization: myth or reality», en Arestis, P. (ed.): *Method, theory and policy in Keynes: Essays in Honour of Paul Davidson*, Vol. III, chapter 11, Cheltenham: Edward Elgar.
- BAGEHOT, W. (1873): *Lombard Street: a description of the money market*, London: John Murray.
- BARAJAS, A.; BECK, T.; DABLA-NORRIS, E. y YOUSEFI, S. R. (2013): «Too cold, too hot or just right? Assessing financial sector development across the globe», IMF Working Paper 13/81.
- BIAS, P. V. (1992): «Regional Financial Segmentation in the United States», *Journal of Regional Science*, 32(3): 321334.
- BORTS, G. H. (1968): «Regional Economic Models. Growth and Capital Movements Among US Regions in the Postwar Period», *American Economic Review*, 58(2): 155161.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2004): «The finance-growth nexus. A regional perspective», *European Urban and Regional Studies*, 11(4): 339-354.
- CARBÓ, S.; HUMPHREY, D. y RODRÍGUEZ, F. (2003): «Deregulation, bank competition and regional growth», *Regional Studies*, 37(3): 227-37.
- CHICK, V. (1973): *The Theory of Monetary Policy*, Oxford: Basil Blackwell.
- (1984): «Monetary increases and their consequences: streams, backwaters and floods», en Ingham, A. y Ulph, A.M. (eds.) *Demand equilibrium and trade*, New York: St. Martin's Press.
- (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Sociétés* 20, *Monnaie et Production*, 3: 11126.
- (1988): «*The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy*», Ponencia presentada en el Simposio «Monetary Theory and Monetary policy: New Tracks for the 1990s», Berlin. [Reimpreso en Frowen, S.F. (ed.) (1993)]
- (1993a): «Some Scenarios for Money and Banking in the EC and Their Regional Implications», en: Rima, I. H. (ed.): *The Political Economy of Global Restructuring, Volume II: Trade and Finance*. Edward Elgar, pp. 190200.
- (1993b): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy», en Frowen, S. F. (ed.): *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*. Macmillan: London.
- CHICK, V. y DOW, S. C. (1988): «A Post Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and Regional Development», en Arestis, P. (ed.): *Post Keynesian Monetary Economics. New Approaches to Financial Modelling*. Edward Elgar, pp. 21950.
- DOW, S. C. (1987a): «Money and Regional Development», *Studies in Political Economy*, 23(2): 7394.
- (1987b): «Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy», *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(2): 237257.
- (1987c): «The Treatment of Money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, 27(1): 1324.
- (1988): «Incorporating Money in Regional Economic Models», en Harrigan, F. y McGregor, P. (eds.): *Recent Advances in Regional Economic Modelling*. London Papers in Regional Science, 19. Pion Press, pp. 20818.

- (1990a): *Financial Markets and Regional Economic Development: the Canadian Experience*. Avebury: Aldershot.
- (1992d): «The Regional Financial Sector: A Scottish Case Study», *Regional Studies*, 26(7): 619631.
- (1993a): *Money and the Economic Process*. Edward Elgar: England.
- (2012): *Foundations for New Economic Thinking. A Collection of Essays*. Palgrave Macmillan: Avebury: Aldershot.
- DOW, S. C. y RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. (1997): «Regional finance: a survey», *Regional Studies*, 31(9): 903-20
- FAINI, R., GALLI, G. y GIANNINI, C. (1993): «Finance and Development: The Case of Southern Italy», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and Development: Issues and Experience*. Cambridge University Press, pp. 158220.
- FITZGERALD, V. (2007): «Desarrollo financiero y crecimiento económico: una visión crítica», *Principios*, 7: 5-26.
- FRIEDMAN, M. (1969): *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. London, Mcmillan.
- GALETOVIC, S. (1996): «Specialization, intermediation and growth», *Journal of Monetary Economics*, 38: 549-59.
- GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*. Yale university Press, New Haven.
- GREENWALD, B.C., LEVINSON, A. y STIGLITZ, J.E. (1993): «Capital Market Imperfections and Regional Economic Development», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and Development: Issues and Experience*. Cambridge University Press, pp. 6598.
- GREENWOOD, J. y JOVANOVIC, B. (1990): «Financial development, growth and the distribution of income», *Journal of Political Economy*, 98: 1076-107.
- GUISO, L.; SAPIENZA, P. y ZINGALES, L. (2004): «Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics*, 119: 929-969.
- GURLEY, J. G. y SHAW, E. S (1956): «Financial Intermediaries and the SavingInvestment Process», *Journal of Finance*, 11: 672700.
- (1960): *Money in a Theory of Finance*. The Brookings Institution: Washington D.C.
- (1985): «Financial Aspects of the Economics Development», *American Economic Review*, 45: 515523.
- HASAN, I.; KOEZTTER, M. y WEDOW, M. (2009): «Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency?», *Journal of Banking and Finance*, 33: 1446-1453.
- HUGHES, M. (1991): «General Equilibrium of a Regional Economy with a Financial SectorPart I: An Accounting Framework with Budget and Balance Sheet Linkages», *Journal of Regional Science*, 31(4): 385396.
- (1992): «General Equilibrium of a Regional Economy with a Financial SectorPart II: A Simple Behavioral Model», *Journal of Regional Science*, 32(1): 1937.
- HUTCHINSON, R.W. y MCKILLOP, D. G. (1990): «Regional Financial Sector Models: An Application to the NorthernIreland Financial Sector», *Regional Studies*, 24(5): 421431.
- JAYARATNE, J. y STRAHAN, P. E. (1996): «The finance-growyh nexus: evidence from bank branch deregulation», *Quarterly Journal of Economics*, 111(3): 639-670.
- KELEHER, R. E. (1979): *Regional Credit Market Integration: A Survey and Empirical Examination*. Technical Papers, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta.
- KENDALL, J. (1992): «Local financial development and growth», *Journal of Banking and Finance*, 36: 1548-1562.
- KING, R. y LEVINE, R. (1993a): «Finance and growth: Schumpeter might be right», *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-737.
- (1993b): «Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence», *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542.
- LEVINE, R. (1997): «Financial development and economic growth: views and agenda», *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- LUCAS, R. E. (Jr) (1972): «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4: 103124.
- (1988): » On the mechanics of economic development», *Journal of Monetary Economics*, 22(1): 3-42.
- MACESICH, G. (1964): «Liquidity Preference. A Southern Banking Tradition», en Greehut, M. L. y Whitman, W.T. (eds.): *Essays in Southern*

- Economic Development.* University of North Carolina Press, Chapel Hill, pp. 15868.
- MCKILLOP, D. G. y HUTCHINSON, R.W. (1990): *Regional Financial Sectors in the British Isles*. Avebury: Aldershot.
- MCKINNON, R. I. (1973): «*Money and capital in economic development*», Washington, Brookings Institution.
- MÉON, P. G. y WEILL, L. (2010): «Does financial intermediation matter for macroeconomic performance? *Economic Modelling*, 27: 296-303.
- MESSORI, M. (1993): *Banking and Finance in the Italian Mezzogiorno: Issues and Problems*. Ponencia Presentada en el Congreso «The European Periphery Facing the New Century». Santiago de Compostela, España, del 30 de septiembre al 2 de octubre.
- MINSKY, H. P. (1982): *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton: Wheatsheaf.
- MODIGILANI, F. y MILLER, M. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- MOORE, C. L. y HILL, J. M. (1982): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds» *Journal of Regional Science*, 22(4): 499512.
- MOORE, C. L. y NAGURNEY, A. (1989): «A General Equilibrium Model of Interregional Monetary Flows», *Environment and Planning A*, 21(3): 397404.
- MYRDAL, G. (1957): *Economic theory and under-developed regions*, Gerald Duckwoth, Londres.
- PAGANO, M. (1993): «Financial markets and growth: an overview», *European Economic Review*, 37(2-3): 613-22.
- PATINKIN, D. (1987): «Neutrality of Money», en Eatwell, J. et al. (eds.): *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. Vol. 3, pp. 63945. MacMillan: London.
- PORTEOUS, D. J. (1995): *The geography of finance*, Aldershot: Edward Elgar.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (2001): «Financial systems, industrial structure and growth», *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4): 467-482.
- ROBERTS, R. B. y FISHKIND, H. (1979): «The Role of Monetary Forces in Regional Economic Activity: An Econometric Simulation Analysis», *Journal of Regional Science*, 19(1): 1529.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. y DOW, S. C. (2003): «EMU and the regional impact of monetary policy», *Regional Studies*, 37(9): 973-984.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J.; FARIA SILVA, F. y PADRÓN MARRERO, D. (2013): «La política monetaria única y sus efectos regionales», *Ekonomiaz* (este mismo número).
- SAMOLYK, K. A. (1989): *The Role of Banks in Influencing Regional Flows of Funds*. Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper 8914.
- (1991): «A Regional Perspective on the Credit View», *Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review*, 27(2): 2738.
- (1994): «Banking Conditions and Regional Economic Performance. Evidence of a Regional Credit Channel», *Journal of Monetary Economics*, 34: 25978.
- STERN, N. (1989): «The economics of development: a survey», *Economic Journal*, 99(397): 597-685.
- STIGLITZ, J. (1989): «Financial markets and development», *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4): 55-68.
- (1993): «Overview», en Giovannini, A. (ed.): *Finance and development: issues and experience*, Cambridge University Press.
- TOBIN, J. (1984): «On the efficiency of the financial system», *Lloyd's Bank Review*, 151: 1-15.
- TORRERO MAÑAS, A. (2013): *Keynes y la crisis financiera actual*, Marcial Pons: Madrid.
- TURNER, A. et al. (2010): *The future of finance. The LSE Report*, The London School of Economics and Political Science: Londres.

Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925. La dificultad de la devaluación interna

El objetivo de este artículo es describir los efectos microeconómicos que suceden en una economía desarrollada al intentar llevar a cabo una devaluación interna para corregir la sobrevaloración real de su moneda y con ello mejorar la competitividad internacional. El trabajo se centra en la experiencia del Reino Unido en 1925 con la vuelta al patrón oro para hacer un símil con el actual proceso de devaluación interna de la economía española. Se detallan los argumentos de Keynes sobre las consecuencias económico-políticas de la vuelta al patrón oro, así como el enfrentamiento teórico que hubo con la ortodoxia imperante. La repetición de hechos y situaciones y el mimetismo en las argumentaciones de políticas y de objetivos que recuerdan a las sucedidas en aquella época nos llevan a comprender la actual situación de la economía española dentro del área euro.

Artikulu honen helburua da monetaren gainbaloratze erreala zuzentzeko eta, horri esker, nazioarteko lehiakortasuna hobetzeko asmoz ekonomia garatu batean barneko debaluazio bat egin saiatzean zer eragin mikroekonomiko gertatzen diren deskribatzea. Erresuma Batuaren 1925eko esperientzian oinarritzen da lana (urre-patroira itzuli zen orduan), Spainiako ekonomiaren egungo barneko debaluazio-prozesuarekin erkaketa egin nahian. Urre-patroira itzultzen ondorio ekonomiko eta politikoei buruzko Keynesen argudioak zehazten dira, baita garai hartan nagusi zen ortodoxiarekin egin zen liskar teorikoa ere. Spainiako ekonomiak euro-eremuaren barruan egun zer egoera duen uler dezakegu gertaerak eta egoerak errepikatzen direlako, eta politiken eta helburuen argudio berak erabiltzen dituztelako, garai hartan gertatutakoa gogora ekarrita.

This article sets out to describe the microeconomic effects in a developed economy of attempts to implement an internal devaluation to correct a real overvaluation of its currency and thus make it more competitive internationally. The study focuses on the experience of the UK in 1925, with the return to the gold standard, and draws a parallel with the current process of internal devaluation in the Spanish economy. The arguments put forward by Keynes are detailed in regard to the economic and political consequences of returning to the gold standard, and the clash on grounds of theory with the prevailing orthodox thinking of the time. The recurrence of events and situations and the way in which current arguments on policy and objectives echo those of that period are used to provide insight into the current situation of the Spanish economy within the euro area.

Índice

67

1. Introducción
 2. Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925
 3. Nota final. La importancia de las ideas
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: patrón oro, deflación, devaluación, apreciación de la libra.

Keywords: gold standard, deflation, devaluation, appreciation of pound.

Nº de clasificación JEL: E12, E42, E52.

1. INTRODUCCIÓN

«La Economía tal y como se presenta en los libros de texto y se enseña en las clases no tiene mucho que ver con la dirección de los negocios, y todavía menos con el impulso empresarial. El grado en el cual la Economía está separada de los negocios ordinarios de la vida es extraordinario e infortunado».

Coase (2012, p. 36)

Permítaseme una brevísima referencia biográfica que contribuya a explicar cómo se ha gestado mi visión de los temas que trato aquí.

En 1998(a) se publicó mi libro «La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero», en el que había estado trabajando durante quince años. Me llamó poderosamente la atención el análisis de Keynes sobre las consecuencias económicas del retorno del Reino Unido al patrón oro en 1925, en particular la incidencia de esa decisión sobre las distintas actividades y sectores. Coincidían las lecturas de la obra de Keynes, y de la abundantísima bibliografía sobre la misma, con el episodio de la fortaleza de la peseta (1987-1992) que terminó con las devaluaciones inesperadas e indeseadas de 1992-1993.

El seguimiento de lo que estaba sucediendo en la economía española lo consideraba bajo la influencia del análisis de Keynes con respecto a los efectos de una moneda sobrevalorada. En dos aspectos advertía la coincidencia entre ambas situaciones: 1) la intención de los defensores de la política seguida por controlar las presiones in-

flacionistas, y 2) la ausencia de autocrítica ante la desindustrialización inducida y la evidencia de que la peseta no podía mantener indefinidamente esa sobrevaloración. Las mismas autoridades que se autopropagaban liberales en España consideraron las devaluaciones como consecuencia de ataques especulativos. Si los mercados no hubieran corregido el exceso de valoración, nuestras autoridades hubieran justificado la destrucción de la capacidad productiva y empleo que comportaba, como la factura a pagar por la contribución a la contención de la inflación y a la disciplina de los agentes económicos. Por su voluntad, pues, hubieran continuado una tendencia que a mí me parecía insostenible (Torrero, 1993).

En los años siguientes, en la segunda mitad de los noventa, el tema fundamental era la integración de España en la moneda única. Las mismas instituciones y personas que defendieron la fortaleza de la peseta, propusieron la entrada inmediata de España en el euro. Había un clamor a favor de la integración y eran escasas las voces disidentes, aunque ahora sean muchos los que pregonan que denunciaron entonces las carencias del proyecto.

La opinión mayoritaria se basaba en que la modernización de España exigía la participación activa en la construcción de Europa de donde, por razones históricas bien conocidas, habíamos estado marginados. Era comprensible la casi unanimidad a favor de formar parte de la zona euro; me recordaba la que también existía en el Reino Unido respecto al retorno al patrón oro. Tengo que confesar mi error porque, influído por el análisis de Keynes de este episodio, consideré que el proyecto no se llevaría a cabo. Kindleberger (1985) señaló que «en retrospectiva, el retorno al patrón oro a la par puede definirse como un error inevitable» (p. 55). La misma calificación merece la entrada de España en el euro.

Además de la crisis de la economía española de 1992-93, y del análisis de Keynes, me influyeron los trabajos de economistas, sobre todo norteamericanos, sobre el proyecto europeo, en particular, los trabajos de Feldstein (1992) y Krugman (1992). Las ideas sobre la moneda única en Europa de los economistas norteamericanos, en general, mostraban, y muestran, un mayor escepticismo sobre el porvenir del proyecto y sus consecuencias. En repetidas ocasiones he escuchado el argumento de que esa actitud se debía al temor de que el euro pudiera hacer sombra a la hegemonía del dólar, razonamiento que me parecía pintoresco y me dejaba perplejo.

Es posible que tenga una opinión demasiado idealizada sobre la fibra moral de los grandes economistas, pero no imagino a Friedman, Samuelson, Tobin y tantos otros emitiendo juicios sobre la moneda única europea porque pudieran ser gratos a algún funcionario del Tesoro o de la Reserva Federal. Lo que me parecía, y me parece, es que los juicios de los analistas norteamericanos estaban Enriquecidos por el pragmatismo y la distancia, y que en los economistas europeos el componente político y la ilusión del proyecto tenían un mayor peso.

La razón esencial del escepticismo de Krugman proviene de su preferencia por la fluctuación de los tipos de cambio que dejan más espacio a políticas económicas activas, en particular al recorte de tipos de interés y al incremento de la oferta monetaria para combatir las recesiones (2011, p. 3). En la misma línea de razonamiento se sitúa SEN (2001):

A mí no me supone ningún consuelo recordar que me opuse firmemente al euro, a pesar de estar decididamente a favor de la unidad europea. Mi preocupación en relación con el euro estaba ligada en parte al hecho de que cada país renunciaba a la libertad de una política monetaria y de unos ajustes del tipo de cambio que han ayudado mucho a los países en dificultades en el pasado, y han evitado la necesidad de desestabilización masiva de vidas humanas en [los momentos de] esfuerzos frenéticos por estabilizar los mercados financieros» (SEN, 2001, p. 21).

Dos trabajos que publiqué en 1996 y 1998(b) mostraban mi escepticismo sobre la unidad monetaria de Europa y los efectos que podían producir en la economía española. Permítaseme que reproduzca aquí los dos párrafos finales del último trabajo citado:

«Si se produjeran divergencias excesivas en las tasas de crecimiento o de paro, existiría la tentación de culpar a la moneda única de los males existentes y de la ausencia de soluciones, y los mecanismos de cohesión social a nivel europeo no parecen ofrecer mecanismos de compensación suficientes. Si los problemas llegaran a ser importantes, la reivindicación de autonomías monetarias sería inevitable.

En cuanto a España, comprendo la posición de los gobiernos al respecto. Difícilmente hubiera podido ser otra en el clima de opinión existente, pero tengo que confesar que veo con envidia la determinación con la que otros países, como Suecia, Dinamarca o el propio Reino Unido contemplan el proceso, reservándose las decisiones en función de sus intereses nacionales, sin necesidad de apelar a disciplinas externas para realizar las reformas precisas y elegir con libertad y sin complejos el camino que les parece más adecuado» (pp. 78, 79).

España entró en el euro. Los primeros años, en tanto se mantenía el efecto euforizante de un rápido endeudamiento de empresas y particulares, fueron muy positivos para el crecimiento económico y el empleo. Había una complacencia general con el éxito de la operación y en destacar los errores de pronóstico de los escépticos. Hasta que estalló la crisis financiera en el otoño del 2007 mi atención estuvo centrada en lo que me parecía una deriva hacia la progresiva inestabilidad de las finanzas internacionales¹; con la crisis financiera dediqué mis esfuerzos al seguimiento de lo

¹ En esos años publiqué los siguientes libros cuyo título expresa mis inquietudes: 2001, 2003, 2006 y 2008.

que intuí una perturbación de largo alcance, que afectó al mundo desarrollado y con especial intensidad a Europa y a España².

Con las citas de diversos trabajos míos no trato de alardear de capacidad de predecir ni de recurrir al «yo ya lo dije». Las numerosas referencias a otros trabajos míos anteriores las justifico por dos razones:

1. El análisis que presento no constituye una aportación «exnovo» sino que se inscribe en una reflexión prolongada sobre la crisis financiera internacional, la del euro, y la de la economía española. En esa reflexión intento añadir y refinar argumentos inspirados en la evolución de esas crisis.
2. Pretendo que el lector interesado en alguno de los temas que se abordan pueda encontrar en las publicaciones que se citan una argumentación más extensa y bibliografía detallada. Por este motivo limitaré aquí las referencias que entienda imprescindibles.

La capacidad de acertar con pronósticos económicos es muy limitada. Ciñéndome al mundo de las finanzas, creo que en la crisis actual tenemos un ejemplo contundente de la extraordinaria dificultad de prever el detonante de la perturbación, la duración del fenómeno y sus consecuencias económicas. Pedir esta capacidad de predicción a la ciencia económica es solicitarle unas prestaciones que no están a su alcance.

Sí parece factible, sin embargo, detectar los desequilibrios acumulativos esenciales con tendencias insostenibles. Descubrir ese tipo de situaciones y aconsejar medidas para frenar excesos que de mantenerse terminarían de forma abrupta, entra en nuestras posibilidades, como demuestra la experiencia de los analistas lúcidos que advirtieron sobre el riesgo potencial que se estaba generando en la década de los 2000 (Torrero, 2013b). En esta línea se pronuncia Stiglitz (2010, p. xxi): «Los economistas somos capaces de identificar fuerzas subterráneas; pero no lo somos en predecir el momento preciso».

De manera que no se trata de presciencia, sino de realismo científico.

Una última aclaración. No intento comparar el marco del patrón oro con el del euro³. Lo que trataré es aprovechar el análisis de Keynes de los efectos microeconómicos que puede producir, en una economía desarrollada, el intento de realizar una devaluación interna para corregir la sobrevaloración real de la moneda y mejorar la competitividad. Mi objetivo, pues, no es el mimetismo, sino la inspiración.

² Sobre la crisis financiera internacional y la específica de la economía española dicté dos conferencias en el comienzo de cada curso en la Universidad de Alcalá a lo largo de cinco años (2008 a 2012). Todas ellas fueron publicadas por el Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá. Están recogidas en Torrero (2011a), (2011b), y 2013a). En las conferencias, las vicisitudes del euro constituyen un tema esencial.

³ El lector interesado en esa comparación puede recurrir a mi trabajo del 2001, capítulo 4, pp. 97-147.

En el proyecto inicial el título de este trabajo era: «Keynes y el retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925. La dificultad de la devaluación interna en la España actual». Se componía, pues, de dos temas: 1) la experiencia del Reino Unido, y 2) la inspiración que podía obtenerse de ese episodio para el análisis de la situación española.

Se presenta aquí la primera parte. Problemas de extensión y de calendario así lo imponen. Por ese motivo, en algunos pasajes se prepara el terreno para esa segunda parte en la que estoy trabajando en la actualidad.

2. KEYNES Y EL RETORNO AL PATRÓN ORO DEL REINO UNIDO EN 1925

«El prestigio del liberalismo económico alcanzó la cúspide en la década de 1920. Centenares de millones de personas se habían visto afligidas por el flagelo de la inflación; clases sociales enteras, naciones enteras, habían sido expropiadas. La estabilización de las monedas se convirtió en el punto focal del pensamiento político de personas y gobiernos; la restauración del patrón oro se convirtió en el objetivo supremo de todo esfuerzo organizado en el campo económico».

Polanyi (1944, p. 197)

La etapa fundamental de Keynes, desde la perspectiva de su aportación al análisis económico, cubre el periodo 1920-1937⁴. Cuatro son los grandes temas objeto de su atención: 1) las consecuencias de las variaciones en el nivel de los precios; 2) las advertencias sobre el retorno del Reino Unido al patrón oro; 3) las razones del lento crecimiento de la economía del Reino Unido (1925-1931); y 4) la Gran Depresión.

El punto 4), acerca de la Gran Depresión, no es considerado en este trabajo pese al protagonismo que ha ido alcanzando el patrón oro en la explicación de las razones de esa perturbación; el lector interesado puede recurrir al capítulo 4º de mi libro del 2001 y al 2º de 2006.

Dados los objetivos de este trabajo, el punto 2) lo dividiré en dos apartados. En el primero, el análisis se plantea en términos generales; el segundo estará dedicado a las advertencias de Keynes considerando la incidencia del retorno sobre las diferentes actividades o sectores productivos.

El patrón oro estuvo vigente en el Reino Unido en la postguerra entre el 12-4-1925 y el 21-9-1931. Aunque el *Treatise on Money* se publicó en 1930, y las referencias al patrón oro son numerosas, la atención de Keynes se concentraría ya, en adelante, en intentar comprender las razones de la Gran Depresión; esta perturbación inspiraría la Teoría General (1936), libro en el cual las alusiones al patrón oro no

⁴ El segundo tomo de la monumental biografía de Skidelsky (1992) se titula: *John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937* y cubre los años centrales de la vida de Keynes. La biografía completa se ha publicado recientemente en español (ed. RBA, 2013).

son centrales⁵. En 1937 publicó varios artículos, siendo de especial relevancia el dedicado a contestar a los críticos de la Teoría General⁶. La enfermedad de ese año mermó su capacidad de trabajo aunque sus últimas energías las dedicó a la financiación de la guerra y, sobre todo, al diseño de las instituciones (Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial) que emergieron de *Bretton Woods*⁷.

En los tres grandes temas citados el patrón oro ocupa un lugar central⁸. Me referiré muy brevemente a cada uno de ellos para situar el objetivo de este trabajo que, como he señalado en la Introducción, se centra en los efectos microeconómicos que produce la devaluación interna.

2.1. Las consecuencias de las variaciones en el nivel de precios

«Una simple analogía de la elección entre deflación y devaluación podría ser la de un hombre que ha ganado peso y tiene dificultad para encajar en su ropa. Puede elegir entre adelgazar –esto es, deflación– o alternativamente aceptar que el mayor peso es ya irreversible y ha de modificar su ropa –esto es devaluar-. Pronunciarse sobre deflación o devaluación fue la decisión clave para cada país después de la guerra. La carga de la deflación recayó sobre trabajadores, empresarios y prestatarios, y la de la devaluación sobre los ahorradores. El signo de la economía mundial dependería en las dos décadas siguientes del sendero que tomara cada país. Los Estados Unidos y el Reino Unido tomaron la ruta de la deflación... Alemania y Francia la de la devaluación».

Ahamed (2009, p. 157)

Keynes nunca había mostrado simpatía hacia el patrón oro y hacia lo que estimaba que eran sus rasgos más rígidos y costosos (Rojo, 1984, p. 104). Sin embargo, con su visión pragmática, cuando comprendió que las ideas predominantes empujaban hacia el retorno intentó minimizar los aspectos que consideraba más negativos y consideró todas las opciones posibles.

La opinión pública se mostraba a favor puesto que las fuertes fluctuaciones en el nivel de los precios en la postguerra inducían a buscar anclas a favor de la estabilidad. La guerra había alarmado a financieros y funcionarios del Tesoro respecto a las posibilidades de actuación del gobierno y reclamaban, en consecuencia, una disciplina que no pudiera manipularse y funcionara de manera automática.

⁵ En la Teoría General las alusiones al patrón oro son marginales. Keynes se preocupa más de las condiciones de la producción del metal e incluso de las minas de oro como inversión.

⁶ «The General Theory of Employment» (1937).

⁷ El tercer tomo de la biografía citada de Skidelsky se titula, significativamente, *John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937-1946*.

⁸ Sobre el patrón de oro en la obra de Keynes, el lector interesado no debería prescindir de las tres grandes biografías de Keynes: R.F. Harrod (1951); Skidelsky (1992) y Moggridge (1992). El capítulo 3 de Rojo (1984) ofrece una síntesis excelente. En mi libro sobre Keynes (1998a) trato el tema profusamente; en el Índice (p. 1206) se ofrece un detalle de las páginas en las cuales se alude al patrón de oro desde todos los ángulos.

La experiencia del pasado impulsaba, además, en esa dirección. En efecto, el Reino Unido había renunciado a realizar devaluaciones permanentes de la libra respecto al oro después de las guerras de Guillermo III y de las Napoleónicas (London, 2007, p. 43). El respaldo teórico fundamental lo proporcionaría el Informe Cunliffe (1918) que se pronunciaba por la vuelta del Reino Unido a la disciplina del patrón oro con la paridad de preguerra.

Las medidas adoptadas desde el final del conflicto no pierden de vista esta meta y van preparando el terreno para hacerla posible. La línea de actuación fundamental era promover actuaciones monetarias restrictivas que, aunque afectaran al crecimiento, favorecieran la revaluación de la libra en función del objetivo perseguido. La opinión de Keynes del Informe Cunliffe es muy clara: es una doctrina estrecha y obsoleta que no tiene en cuenta los cambios que ha producido la guerra y que no hace referencia alguna a la estabilidad de precios y al empleo que son, para Keynes, los temas cruciales (Torrero, 1998a, pp. 532, 704).

En las conferencias en el *Institute of Bankers* (15, 22, 29 de noviembre y 5 de diciembre de 1922) Keynes precisa la cuestión del retorno al patrón oro con la paridad de la preguerra. La devaluación de la libra hacia difícil, no imposible, la operación. El argumento del orgullo nacional tenía mayor justificación dado que Londres había sido, y aspiraba a seguir siendo, un centro financiero internacional. Keynes acepta lo inevitable:

«Si nuestra política es, y yo creo que es, restaurar la paridad, entonces nos interesa hacerlo tan rápido como sea posible. El tiempo de transición implica una incertidumbre considerable, y si la libra esterlina va a recuperar la paridad con el dólar, cuanto antes lo hagamos mejor...» (Ibidem, p. 61).

Con todo, Keynes piensa que la política de restaurar la paridad de preguerra es un error y así lo manifiesta de forma explícita. El peso real de la deuda será mayor y la experiencia de revaluación realizada en Checoslovaquia había sido devastadora para la industria de ese país (Ibidem, pp. 58, 59).

La mayor preocupación, no obstante, era la pérdida de autonomía monetaria que comporta el retorno al patrón oro. En el *Tract on Monetary Reform* (1923, IV, pp. 125, 126) expone:

«Por tanto, si el nivel de precios exterior está fuera de nuestro control, debemos someternos a nuestro propio nivel de precios interiores o nuestro cambio se verá afectado por influencias exteriores. Si el nivel de precios exteriores es inestable, no podemos mantener estables a la vez nuestro propio nivel de precios y nuestros cambios. Estamos obligados a escoger».

En el *Tract*, Keynes ofrecía ya un conjunto de propuestas, tomando como objetivo primordial de la política monetaria la estabilidad de los precios nacionales mediante la regulación discrecional, lo cual implicaba el rechazo del patrón oro y de cualquier sistema de tipos de cambio fijos. De manera especial, Keynes rechazaba un

tipo de cambio fijo entre la libra y el dólar puesto que dejaría al Reino Unido inerme ante las decisiones de la Reserva Federal:

«Por lo tanto, como considero de la misma importancia la estabilidad de los precios, el crédito y el empleo, y como no siento confianza en que un patrón oro obsoleto vaya a garantizarnos ni siquiera la módica estabilidad que proporcionaba en el pasado, rechazo la política de restaurar el patrón oro en la línea de la preguerra. Al mismo tiempo, no me parece sensato acometer un patrón oro «regulado» conjuntamente con los Estados Unidos, según lo recomendado por el Sr. Hawtrey, porque mantiene demasiados defectos del viejo sistema pero sin sus ventajas, y porque nos haría demasiado dependientes de la política y los deseos de la junta de la Reserva Federal» (Ibidem, p. 140).

2.2. Las advertencias de Keynes sobre el retorno del Reino Unido al patrón oro

«La ortodoxia económica, que hemos heredado del siglo diecinueve, asume un alto grado de fluidez del organismo económico. Eso depende de lo que denominaré principio de difusión, el principio según el cual, cuando alguna perturbación se introduce en cualquier punto del organismo económico, se difunde rápidamente en el organismo completo hasta que se alcanza una nueva posición de equilibrio. Siempre se ha aceptado que el organismo es parcialmente rígido y que la fricción puede retrasar el proceso de difusión. Pero se ha supuesto que tiene suficiente fluidez y movilidad y permite que el principio de difusión sea una buena hipótesis de trabajo».

Keynes (1925f, p. 440).

Planteamiento General

Un obstáculo fundamental que denuncia Keynes es la mayor rigidez de los salarios monetarios respecto a los precios y, por tanto, que sea dudosa la posibilidad de forzarlos a la baja. La reducción de los salarios reales puede producirse por un aumento en el nivel de precios. Los salarios nominales se modifican con lentitud excepto en períodos de perturbaciones revolucionarias. Solo los gobiernos bolcheviques o fascistas pueden imponer reducciones salariales del orden del 20 %. En países democráticos, si un gobierno intentara esta opción perdería las elecciones causando un riesgo de revolución (Dolaster, 2007, p. 188).

Según la interpretación de Keynes, el aumento del desempleo debería exhibirse como prueba del acierto del camino emprendido: la cuestión era si el mayor desempleo forzaría la baja salarial en la medida precisa, puesto que un aspecto esencial del problema radicaba en si la política podía aplicarse con la suficiente fuerza y tenacidad:

«Creo que la gran dificultad de producir una baja de precios mediante un aumento del desempleo radica en que cuando las cosas han llegado a un cierto punto, el gobierno se ve inevitablemente presionado a adoptar medidas políticas que impidan que se cumpla el objetivo» (1925, a, XIX, p. 393).

Existen inconvenientes que impiden un alto grado de flexibilidad en el mercado de trabajo y dificultan la competencia salarial y la movilidad laboral. Keynes apuntó a la dificultad de adaptación para pasar de unos sectores a otros, al obstáculo que implica la vivienda, y la menor predisposición para la adaptación que supone el subsidio de desempleo (*Ibidem*, p. 396).

El mayor problema para bajar los salarios es que los sindicatos exijan que se ajusten todos los pagos monetarios, y no sólo los salarios, esto es, rentas, beneficios e intereses. En cuanto a rentas y beneficios, al no estar fijadas las cuantías en dinero, bajarán conforme lo hagan los precios, aunque como en el caso de los salarios pueden producirse retrasos que dificulten la transición hacia niveles de precios más bajos que supongan el mantenimiento de los ingresos reales.

Respecto a los contratos de deuda, en particular la deuda pública, la cuestión es sumamente delicada, porque la esencia de cualquier política de bajada de precios es que beneficia a los receptores de intereses a expensas del resto de la comunidad; esta consecuencia de la deflación está profundamente arraigada en nuestro sistema de contratos monetarios. Naturalmente, cabe la opción de un impuesto especial que afecte a los ingresos no salariales y procure igualar los sacrificios entre los distintos perceptores hasta que la bajada de los precios restituya la capacidad real (Torrero, 1998, a, p. 734).

De esta forma, la lección de Keynes es que lo planteado como un camino fácil con soluciones expeditivas basadas en los instrumentos monetarios tradicionales, encierra numerosos interrogantes y dificultades en una sociedad moderna. La vía de la deflación es un método peligroso porque, además, progresará de forma acumulativa una vez que el proceso se ha iniciado si el pesimismo se apodera del mundo de los negocios (1925 b, IX, 225).

La objeción fundamental de Keynes para volver al patrón oro con la paridad de preguerra es que el mundo había cambiado. Los ajustes a la baja de los salarios no podían realizarse con la facilidad e inmediatez anteriores a la Gran Guerra. Se habían consolidado instituciones como los sindicatos, y la representación democrática ejercía mayor presión. El ajuste sería, pues, mucho más costoso, duradero y doloroso que lo previsto por las autoridades del Tesoro y del Banco de Inglaterra.

En la preguerra, la movilidad del capital era muy importante, pero compatible con tipos de cambio estables y un sistema financiero global, puesto que las economías nacionales subordinaban los objetivos a la estabilidad de las monedas respecto al oro. La flexibilidad de los salarios, del empleo y, en definitiva el estándar de vida se acomodaban para conseguir la estabilidad del tipo de cambio:

«El patrón oro era, por tanto, incompatible con los movimientos sindicales, sus demandas de gasto social y las políticas de reducir el desempleo –una realidad que se imponía con el auge de las expectativas sociales y del gasto público después de la I Guerra Mundial» (Bryan y Rafferty, 2007, p. 28).

En la decisión de la vuelta al patrón oro se enfrentaron abiertamente las posiciones de Keynes con las del Tesoro y el Banco de Inglaterra. La decisión final la adoptaría Churchill, ministro de Hacienda entre 1924 y 1929. Niemeyer, principal portavoz del Tesoro, mostró con claridad su posición: la antítesis real se plantea entre el largo y el corto plazo; los banqueros, en conjunto, consideran más el largo plazo que los industriales. Clarke (2009, p. 104) apunta que Keynes no debía sentirse muy convencido con la apelación al largo plazo.

Las autoridades permanecieron unidas en transmitir a Churchill el consejo de la vuelta al patrón oro. El gobernador Norman señalaba que el patrón oro era el mejor gobernador que podría encontrarse en un mundo que es humano, no divino (Ibidem, p. 105). En la que Nasar (2012, p. 317) denominó aciaga cena del 17-3-1925 se expusieron ante Churchill las diferentes posiciones y éste decidió finalmente el retorno al patrón oro⁹.

Lo que se pensaba en aquel momento es que los efectos serían llevaderos y que los sacrificios eran necesarios. Churchill seguía con simpatía la argumentación de Keynes pero éste era un heterodoxo solitario con talento, y sobre el que la opinión oficial era controvertida, de forma que se inclinó por la posición defendida por el Tesoro, la City y el Banco de Inglaterra.

El Banco de Inglaterra propugnaba la fortaleza de la libra por prestigio ante el sistema financiero internacional, por los ingresos de los servicios comerciales y bancarios, esenciales para la Balanza de Pagos del Reino Unido, y por el menor coste de las importaciones. Además, como el gobernador Norman reconocería más adelante, los problemas sociales y políticos no eran objetivos básicos de la institución (Torreto, 1998a, pp. 713, 714).

Por su parte, el Tesoro apuntaba a la debilidad de la industria y a los excesivos costes monetarios como la razón básica de la falta de dinamismo industrial. Las políticas monetarias permisivas aunque supusieran un alivio temporal retrasaban las reformas que precisaba la industria para mejorar la competitividad. Ciento es, sin embargo, que en el Memorandum que envía Churchill a Niemeyer, señala que le gustaría ver a las finanzas menos orgullosas y a la industria más contenta (Skidelsky, 1992, p. 198; Moggridge, 1992, pp. 428, 429).

El gobernador Norman advirtió a Churchill de que si elegía el retorno al patrón oro pudiera ser que fuera insultado por los ignorantes, los jugadores, y los anticuados industriales, pero si no se decidía por el patrón oro sería denigrado por los instruidos y por la posteridad.

Churchill era consciente de la carga que supondría para la industria británica. Manifestó a sus consejeros que el Banco de Inglaterra estaba feliz con el mejor crédito del mundo y simultáneamente con un millón y cuarto de parados. Churchill se

⁹ Partícipes y detalles de esta cena en Moggridge (1992, pp. 428-30).

dio cuenta de su error en 1927 y culpó a Norman y al Tesoro de haberlo aconsejado mal (Ahamed, 2009, pp. 232, 239).

Dos argumentos del Tesoro y del Banco de Inglaterra resultarían decisivos: el primero, que la diferencia entre los precios ingleses y americanos era muy reducida y podía salvarse con un pequeño sacrificio; el segundo, que el retorno al patrón oro promovería el empleo al proporcionar un marco financiero estable, de manera que no había contradicción entre los intereses financieros e industriales sino que se trataba de sacrificar el corto plazo por los efectos más permanentes y beneficiosos del largo plazo (Skidelsky, 1992, pp. 198, 199).

El punto de vista oficial pasaba por un conjunto de gradaciones: o no tendría un efecto importante sobre la actividad productiva; o este efecto era susceptible de un ajuste conveniente y aún inevitable; o los costes del ajuste de la actividad productiva eran, en fin, inferiores a los beneficios que se obtendrían por la vía de la prestación de servicios financieros en el ámbito internacional (Torrero, 1998, p. 724).

La posición de Keynes, en cuanto a la conveniencia del retorno al patrón oro del Reino Unido, puede resumirse en los puntos siguientes: era factible la vuelta al patrón oro y, en el caso inglés, el prestigio financiero era un factor adicional a favor del retorno; sin embargo, puso de relieve las dificultades y coste del ajuste, en particular por la rigidez de los salarios. La mejor opción para Keynes era la estabilización monetaria con la paridad existente, esto es, sin pretender restaurar la de preguerra, advirtiendo que las proclamas voluntaristas debían someterse a las posibilidades reales y a la consideración de los intereses generales (*Ibidem*, p. 771).

Incidencia del retorno al patrón oro sobre las distintas actividades y sectores productivos

«El argumento a favor de la flexibilidad de los tipos de cambio es, por extraño que pueda parecer, prácticamente idéntico al del cambio de horario para ahorrar tiempo. ¿No es absurdo cambiar el reloj en verano cuando se podría conseguir exactamente lo mismo si cada persona cambiara sus costumbres? Todo lo que se necesitaría sería que cada uno decidiera llegar a su oficina o tomar el almuerzo una hora antes, etc. Pero, como es obvio, es mucho más sencillo cambiar el reloj que guía a todos en lugar de pretender que cada uno cambie su comportamiento en relación a la hora, incluso aunque todos deseen hacerlo. La situación es exactamente la misma a la del mercado de divisas. Es mucho más sencillo que se cambie un único precio, el tipo de cambio, que confiar en que se modifiquen multitud de precios y que en su conjunto configuran la estructura interna del precio».

Friedman (1953, p. 173).

Johnson (1975, p. 110) expuso con agudeza los aspectos paradójicos de la sobrevaloración de la libra por cuanto implicaba una mejora del nivel de vida para los funcionarios de alto nivel y para los profesionales, así como para los rentistas, propietarios de negocios bien establecidos y grandes propietarios; también la ma-

yoría de los trabajadores que podían mantener el empleo se beneficiaban. El provecho de estas amplias capas ayudó a mantener la idea de la prosperidad británica, al tiempo que se ampliaba la diferencia entre empleados y desempleados, y la sensibilidad social al respecto. Las tensiones, las protestas y el desempleo se concentraron en los sectores exportadores y la crisis de éstos fue socavando el potencial británico, acentuando el declive industrial iniciado unas décadas antes (Torrero, 1998a, p. 753).

Según Skidelsky (1992, p. 201), Keynes distingue por vez primera en 1925 los efectos de la revaluación de la libra en las industrias protegidas (*sheltered*) de la competencia internacional y en las expuestas a los rigores de los mercados internacionales (*unsheltered*). Es cierto que de ese año datan los análisis más perfilados, pero en escritos de años anteriores se apreciaba la preocupación de Keynes por distinguir en las actividades comerciales e industriales, las que sufrían con mayor contundencia la revaluación de la moneda.

En la primera conferencia pronunciada en 1922 en el *Institute of Bankers*, analiza la situación monetaria de Alemania sumida en una hiperinflación dislocadora de las relaciones económicas y sociales. Keynes recalca la distinta dificultad de los sectores para adaptar los precios internos a las bruscas alteraciones de la paridad del marco. Señaló, a estos efectos, que las mercancías se dividen en tres categorías: mercancías que pueden ser objeto de comercio exterior, las cuales responden rápidamente a los cambios del valor oro del marco; en la posición contraria se encuentran la mayor parte de los servicios cuya capacidad de adaptación es mucho más lenta; y entre las dos situaciones se sitúan un conjunto amplio de artículos que responden en un grado variable dependiendo de la incidencia en la utilización de las importaciones (XIX, pp. 21, 22).

En sus declaraciones ante el *Committee on the Currency and Bank of England* de Julio de 1924, Keynes advirtió de la dificultad de reducir los salarios en un 12 %, que era la deflación que estimaba para acomodar los precios internos a la paridad monetaria de preguerra, apuntando a la distinta incidencia sectorial, y cómo en determinadas exportaciones los nuevos precios las dejarían fuera del mercado; la capacidad de rebajar los costes monetarios dependía de la sensibilidad de los componentes y de la importancia relativa de las distintas rúbricas de costes. Las posibilidades de ajuste a la baja serían tanto mayores cuanto más peso tuvieran las mercancías importadas:

«Considérese el carbón o las industrias del hierro y el acero, donde los bienes importados que emplean son insignificantes. Incluso en el caso de los productos de algodón los costes y las primeras materias importadas no ascienden a más del 30%, o cifras cercanas. En este caso, una rebaja del 10% en las materias primas sólo supondría una rebaja del 3% en el producto terminado» (XIX, p. 249).

Las contribuciones más importantes de Keynes en cuanto a la incidencia intersectorial de la revaluación de la esterlina se producen, a mi juicio, en 1925¹⁰. En ese año¹¹ Keynes distingue tres tipos de situaciones: 1) las materias primas cuyos precios se fijan en los mercados internacionales en términos de oro, casi iguales en todos los países; 2) los bienes manufacturados objeto de comercio exterior cuyos precios no pueden diferir demasiado sin afectar de inmediato a las corrientes comerciales, y 3) los bienes como la vivienda, los servicios personales o las tarifas ferroviarias, que pueden mantener durante un tiempo una cierta diferencia en cuanto a sus precios oro con los de otros países.

A largo plazo, no obstante, también este tercer grupo de bienes y servicios debe alinearse en cuanto a precios puesto que, de no ser así, el nivel salarial y el coste de los bienes y servicios en las actividades protegidas pero consumidas en las actividades expuestas deterioraría la capacidad de competir en los mercados internacionales, de forma que el oro saldría del país o el tipo de cambio se corregiría hasta que los precios internos se situaran en niveles compatibles con el equilibrio de la balanza de pagos. Por estos motivos, el índice del coste de la vida en el que los bienes de esta tercera clase tienen un gran peso, puede dar una idea mejor de la situación real que los índices de precios al por mayor integrados por los bienes de la primera clase (1925c, XIX, pp. 363, 364). La clave del ajuste reside, fundamentalmente, en la resistencia de este tercer grupo para reducir sus precios en línea con el conjunto de la economía:

«Una mejora del tipo de cambio de la esterlina rebaja necesariamente todos los precios de las actividades expuestas a la competencia internacional, y si esto no es acompañado por fuerzas que tiendan a bajar los precios de las actividades protegidas en la misma medida, aquellos que producen en el sector expuesto, se sitúan en dificultades obvias puesto que están vendiendo con los precios de las expuestas, pero comprando y consumiendo en parte, al menos, con los precios de las protegidas» (1925, d, XIX, pp. 373-374).

A partir de 1913, la comparación de los precios de las actividades protegidas tanto con los de las expuestas como con los de otros países demostraba, a juicio de Keynes, que la clave del éxito en cuanto a la deflación del nivel general de precios residía en la corrección de las diferencias de precios entre las actividades protegidas y expuestas. Se plantearon tres alternativas: 1) los precios de las actividades expuestas podían elevarse relativamente respecto a los de las protegidas por un alza en los precios mundiales; 2) los precios de las actividades expuestas podían elevarse relativamente respecto de los de las protegidas por una baja del tipo de cambio de la esterlina; y 3) los precios de las protegidas podían bajar más que los

¹⁰ 1925 (a) (c) (d) (e).

¹¹ El contenido de este apartado está basado en mi libro sobre la obra de Keynes (1998a), en especial pp. 756-760.

de las expuestas. La primera posibilidad dependía de la fortuna y estaba, por tanto, fuera del alcance de los gobernantes; la segunda alternativa era la que Keynes consideraba adecuada «para restaurar el equilibrio con la menor perturbación posible en el proceso de producción y en la paz industrial», pero la dirección que se había tomado era justo la contraria al reevaluar la libra de forma que sólo queda la tercera alternativa para restablecer el equilibrio. Por tanto, de acuerdo con este planteamiento, corresponde analizar el proceso causal por el cual se va a realizar el ajuste en esta última opción.

La política monetaria, esto es, el alza en los tipos de interés y la restricción del crédito, es a juicio de Keynes el instrumento que las autoridades aplicarían para compensar un desequilibrio que no había sido analizado en profundidad y la única vía de presión era mantener esa política con la dureza precisa para que los salarios de las actividades protegidas flexionaran a la baja.

El efecto del tipo de interés hay que considerarlo en relación a los flujos exteriores y en cuanto a la incidencia sobre el sistema productivo; el éxito en el logro de la preservación del equilibrio exterior puede actuar en contra de las necesidades internas, pero dejando a un lado este problema, el tipo de interés actuaría en las actividades protegidas como en las expuestas, aunque el margen de beneficio de estas últimas era mucho más reducido, de manera que la incidencia de los altos tipos de interés podía conducir a una situación de equilibrio aparente mediante: «la destrucción progresiva de nuestras industrias de exportación más débiles y, al mismo tiempo, compensando el déficit del comercio exterior, mediante la disminución en la medida necesaria de las salidas netas de capital al exterior» (1925, d, XIX, p.376).

La exposición más detenida y completa, a mi juicio, de la dinámica de ajuste entre actividades expuestas y protegidas de la competencia internacional es la realizada ante el *Committee on Industry and Trade* el mes siguiente (1925a). Keynes expone con claridad la dificultad del ajuste entre los niveles de precios de las actividades protegidas y expuestas, que supone se intentará realizar mediante medidas monetarias. El instrumento del tipo de interés utilizado por el Banco de Inglaterra no tiene más vía de ajuste que intensificar el desempleo hasta que se acepten bajas salariales, pero, por razones sociales y políticas, era difícil que el gobierno mantuviera la presión suficiente para que estos efectos se produjeran en la magnitud necesaria. La difícil simultaneidad en la reducción salarial daría lugar a resistencia y dificultades en el ajuste, lo cual implicaría que el proceso no solo fuera doloroso sino duradero.

En el mes de agosto de 1925(f) y con ocasión de responder a las observaciones de Walter Leaf, presidente del Westminster Bank, Keynes refina aún más su análisis agrupando los bienes y servicios en función de su capacidad de mantener sus precios oro respecto a los vigentes en otros países.

El primer grupo, Clase A, lo integran las materias primas objeto de comercio internacional como el trigo, el algodón, el cobre y el carbón.

El segundo grupo, Clase B, lo constituyen los artículos que componen el índice del coste de la vida en el cual el peso de los alimentos supone un 60 por ciento que, en gran medida, son artículos de la Clase A, de manera que una mejora en el tipo de cambio tiende a rebajar el coste de la vida si bien la incidencia no es completa ni inmediata.

La tercera categoría, Clase C, la constituyen los salarios. Si se produce una reducción del coste de la vida habrá una tendencia a la reducción. «Pero no hay ninguna fuerza automática que los haga caer en promedio tanto como el coste de la vida. No hay medio de presionar a la baja excepto por el desempleo y el conflicto laboral».

La cuarta clasificación de bienes, la D, está conformada por servicios domésticos que no responden de manera directa a las mejoras del tipo de cambio o a reducciones de los artículos incluidos en la Clase A. Las tarifas ferroviarias y postales, los seguros, los impuestos y los costes financieros responden a estas características.

El coste de las manufacturas, Clase E, se compone de los costes en que incurren los fabricantes en los bienes y servicios A, B y C. Si los de la Clase A entran en una gran proporción del coste, el fabricante podrá reducir los precios, pero en cuanto a las rúbricas B y C sólo podrá reducir sus precios de venta a costa de su margen de beneficio. Keynes divide a las manufacturas en tres subgrupos en función del peso del comercio exterior en su estructura de costes; así en la clase E_1 integra los productos en los que las exportaciones e importaciones no son importantes y en las cuales el fabricante no se encuentra obligado a reducir su precio como consecuencia de una reducción de los costes de producción. En cuanto a los bienes sujetos a la competencia internacional, los divide en aquellos en los que no puede esperarse un aumento inmediato de la oferta de productos de la misma calidad, Clase E_2 , y los que pueden obtenerse con rapidez en otras partes, Clase E_3 . Naturalmente, la exposición ante modificaciones del tipo de cambio es mayor según se avanza de E_1 a E_3 , de forma que los problemas se concentran en las categorías E_2 cuyo ejemplo lo constituyen los textiles y en la E_3 integrado por la minería del carbón, la industria siderúrgica y las actividades navales.

En este esquema, la cuestión fundamental consiste en la resistencia de las categorías C y D para responder ante un incremento del valor de la esterlina y hasta qué sus precios no hayan bajado hasta el nivel de los de clase A, los correspondientes a la B y E se mantendrán demasiado elevados y constituyen la evidencia de que la libra está sobrevalorada.

La comprobación empírica de Keynes de la evolución de los índices de precios de cada una de las categorías desde 1913 y el impacto adicional del retorno al patrón oro corrobora perfectamente su planteamiento analítico. El párrafo que sigue es buena muestra tanto de su indignación como de la generalizada incomprendición de los mecanismos económicos.

«Cuando escribí mi folleto sobre *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, no había previsto que se negaran cuestiones claras y evidentes; básicamente, que nuestros costes monetarios eran demasiado altos y que el retorno a la paridad oro había agravado este hecho. Los porcentajes exactos están abiertos a la discusión; pero creía y aún creo, que los hechos fundamentales eran incontrovertibles. Quizá debía haber aprendido de mis experiencias después del Tratado de Versalles, la indignación moral apasionada que puede provocar la declaración de una verdad económica. Sin embargo, la afirmación del Dr. Leaf de que la libra esterlina está realmente infravalorada todavía, me ha dejado sin aliento» (1925, f, XIX, p. 432).

La evolución de los precios en las actividades protegidas y las expuestas en 1925 y 1926 confirmó plenamente el análisis de Keynes. La comparación entre la evolución similar de los índices de precios al por mayor americanos e ingleses contrastaba con las elevaciones más acusadas de los índices salariales y del coste de la vida británicos. Basándose en este planteamiento, Keynes elabora un índice que relaciona la evolución de los precios de los sectores protegidos, menos sensibles a las presiones deflacionistas, con los precios de los sectores expuestos a la competencia internacional. La evolución de este ratio entre 1925 y 1926 corrobora su planteamiento respecto a la distinta capacidad de resistencia de los sectores (1927a y 1927b).

2.3. Las razones del lento crecimiento de la economía del Reino Unido (1925-1931)

Consecuencias del retorno al patrón oro para la industria británica

«La lección del mal funcionamiento del patrón oro en las décadas de 1920 y 1930 es que un sistema de tipo de cambio fijo necesita una institución capaz de manejar los desequilibrios externos proporcionando financiación de emergencia cuando los mercados de capital lo precisen, así como diseñar y supervisar programas de ajuste encaminados a reducir esos desequilibrios».

Gros y Mayer (2010, p. 4)

Catorce meses más tarde del retorno al patrón oro, Keynes publicó un artículo memorable en el que contrasta sus pronósticos con lo sucedido hasta entonces. Recuerda que la cuestión fundamental planteada era la dificultad de que se produjera un ajuste en los principales costes que compensara la moneda revalorizada. Así, las mercancías objeto del comercio internacional se ajustarían rápidamente; las que entran en el coste de la vida lo harían con menor rapidez; otras, como los salarios, mostrarían mayor rigidez; y por último, los ingresos monetarios acordados en los contratos de deuda permanecerían inalterables: «La cuestión surge de los diferentes ritmos de ajuste y del hecho de que es extremadamente difícil acelerar los que se

mueven con menor rapidez, excepto por métodos de deflación o de repudio que plantean otro tipo de problemas» (1926, XIX, p. 553).

En ese proceso de ajuste, el peso inicial recae sobre las industrias de exportación y también sobre el presupuesto, ya que en términos monetarios los ingresos desciden y los pagos, en particular los intereses de la deuda, se mantienen fijos: «Nuestro carbón, hierro, acero, y la construcción de buques son ejemplos de las actividades peor situadas» (1925e, pp. 428, 429).

El carbón ocupa el primer lugar en la vulnerabilidad puesto que es extraordinariamente sensible a la modificación de precios que implicaba la revalorización de la libra, ya que una parte fundamental de la producción se dedicaba a la exportación; además, la industria del carbón consumía pocos productos de importación cuyos costes reducidos en libras pudieran servir de compensación, y los salarios constituyían una alta proporción de los costes de producción. Keynes avisó de las dificultades de reasignación del empleo y de la escasa movilidad incluso dentro del mismo sector.

La cuestión de la flexibilidad del mercado de trabajo, puntal del sistema financiero global, sería esencial en la crítica a Churchill sobre el retorno al patrón oro. En esencia, Keynes argumentó que la defensa por los sindicatos del nivel de vida alcanzado, era incompatible con que la máquina económica actuara como una apisonadora, sin encontrar obstáculos e incluso provocando el aplauso (Bryan y Rafferty, 2007, p. 29).

El error fundamental del Tesoro y del Banco de Inglaterra se ha debido desde el principio –escribe Keynes– a la creencia de que si con su actuación desencadenaban una deflación de precios, el resultado automático sería la reducción de costes:

«Los acontecimientos de este período confirman la conclusión de que en las condiciones modernas una reducción drástica de salarios no sólo es políticamente imposible, sino también una torpeza, porque los salarios en los que probablemente más incidirá el intento son los que se encuentran ya en niveles relativamente bajos debido a su posición negociadora débil» (1928, XIX, p. 763).

Es significativo que en *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, el carbón sea el único sector económico al que se dedica un apartado para analizar las consecuencias de la modificación del tipo de cambio. Como pronosticó Keynes, los precios del carbón en el mercado internacional eran tan ajustados que el efecto de una variación del 10 % del cambio marcaba la frontera de poder exportar o no. Se entiende que rechazara airado la afirmación de Churchill de que el tipo de cambio tenía la misma relación con las dificultades del carbón que la corriente del Golfo (1925b, pp. 210, 220, 227).

Las relaciones entre los mineros y los propietarios de las minas fueron cada vez más difíciles ante la lucha por repartir los efectos del ajuste inevitable. La crispación

social se extendió a otros sectores y culminó con la huelga general que se produjo entre el 3 y el 12 de mayo de 1926¹².

En un informe reciente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) (2012) revisa episodios de los países que han debido afrontar acumulaciones de deuda pública importantes. El primer caso que analiza es la estabilización del Reino Unido después de la Gran Guerra. El resultado de las políticas restrictivas que hicieron posible el retorno al patrón oro con la paridad de preguerra, fue un período prolongado de bajo crecimiento que contrasta con el avance de otras naciones monetariamente más permisivas (p. 110). Keynes se lamenta:

«El Banco de Francia sale mucho más fuerte que el Banco de Inglaterra; y cualquier persona tiene todavía la impresión de que Francia es el último baluarte del ahorro tenaz y la mentalidad rentista. Es bien verdad que ser bueno no compensa» (1928a, p. 85).

A partir del retorno al patrón oro en 1925, Keynes considera esta decisión como la razón fundamental del débil crecimiento del Reino Unido, limitación que se aliviaría en 1931 con el abandono, recibido por Keynes con entusiasmo. La cotización de la libra bajó un 30 % en el mercado de divisas (White, 2013, p. 296).

Keynes acertó al resaltar que Inglaterra había estado compitiendo en inferioridad de condiciones respecto a Alemania y Francia; y también acertó al advertir la dificultad del sistema económico en adaptar sus costes a la baja para compensar la revalorización. Skidelsky (1992, p. 191) nos recuerda que Keynes fue el único experto en considerar en 1924 la posibilidad de una devaluación, opción radicalmente descartada por otros, como Pigou.

En definitiva, se había confirmado el análisis de Keynes en 1922: «El mundo capitalista moderno está incluso menos adaptado, a mi juicio, para soportar fluctuaciones violentas de revaluación monetaria que de devaluación. Cualquiera de esas opciones es desaconsejable y no debe emprenderse apropiado» (p. 60).

Con todo, concentrar los problemas del Reino Unido en el retorno al patrón oro con la paridad de preguerra, creo que dificulta la comprensión de las razones económicas y sociales fundamentales que condicionaban la competitividad de la industria británica. Skidelsky (1992, p. 201) señala, no obstante, que Keynes no descuidó los problemas de la oferta, pero pensaba que poco podía hacerse en las condiciones establecidas dada la probada rigidez a la baja de los salarios monetarios. Difiero de esa opinión; creo que las fuentes de información e inspiración de Keynes no facilitaban el análisis de los condicionantes microeconómicos que explicaban el escaso pulso industrial.

¹² En mi libro sobre Keynes (1998a), en el Índice (p.1205) se ofrece un detalle de las páginas dedicadas a la industria del carbón y a la lucha entre patronos y obreros por apropiarse del excedente.

Es cierto que la falta de competitividad de la industria británica tenía una causa añadida a la sobrevaloración de la moneda: los salarios superiores a los continentales. Keynes no señala, sin embargo, que eran ya apreciablemente más bajos que los americanos, y los Estados Unidos, no obstante, acaparaban unas cuotas crecientes del comercio mundial. De manera que su afirmación de que «No es verdad que seamos técnicamente ineficientes» (Keynes, 1925, h, p. 442), precisa matizarse con cuidado.

Una de las limitaciones más importantes de la visión de Keynes de la economía inglesa es que centra su atención en las empresas existentes, y descuida el entorno social y empresarial (los *animal spirits* en los que haría hincapié en la Teoría General). Marshall, un académico enclaustrado, había detectado con mayor sensibilidad las razones profundas del declive industrial inglés¹³.

Comparto la opinión de Rojo al definir el marco en que Keynes desarrolla la parte fundamental de su vida profesional: «Una economía afectada por intensas perturbaciones estructurales y cíclicas que había dejado atrás el siglo XIX y su papel preponderante como pionera del industrialismo...» (1984, p. 89) y también cuando afirma: «Ninguna reducción factible de los salarios reales y ninguna devaluación aceptable de la libra habrían podido resolver los problemas de los sectores tradicionales en crisis» (Ibidem, p. 88).

En el *Treatise on Money* (1930), Keynes insiste en la responsabilidad del retorno al patrón oro del declive industrial. Llega a afirmar que de no haber sido por esa infeliz operación, el comportamiento de la economía inglesa hubiera sido similar a la norteamericana. Keynes recibe con alegría la ruptura de los grilletes del oro. Una semana después escribe:

«En muchos sectores comerciales, el fabricante británico debe ser hoy el productor más barato del mundo, en términos de oro. Obtenemos estas ventajas sin una reducción de salarios y sin conflictos industriales. Las obtenemos de una manera estrictamente limpia para cada grupo de la comunidad, sin ningún efecto sobre el coste de la vida» (1931, p. 246).

Keynes había acertado, sin embargo, en detectar la dificultad de realizar una devaluación interna en el Reino Unido para compensar la competitividad perdida: el mundo de la postguerra había cambiado y no era posible ya que los costes salariales se ajustaran a las exigencias de un tipo de cambio fijo. El patrón oro no lo era en términos legales pero se entendía obligado por el compromiso moral asumido: cierto era, no obstante, que el respeto al deber aceptado se traducía en aumento de la confianza, de los depósitos en la City y de las operaciones financieras.

¹³ Ver en este sentido Torrero (1996b).

La posición del Banco de Inglaterra y la del Tesoro

«Hayek: Era algo que me diferenciaba de casi todos mis amigos: ellos estaban a favor de tipos de cambio flexibles, y yo tenía que justificar mi apoyo a un régimen de tipos fijos. Llegué a la conclusión de que lo quería no por el interno convencimiento de que fuera un sistema necesariamente mejor, sino porque era la única disciplina a que se sujetaban los gobiernos. Si se les dispensaba de ello, el proceso democrático –que he analizado bajo diferentes condiciones– necesariamente acabaría conduciendo a la inflación. Mi defensa del régimen de cambios fijos era, en cierto modo, limitada: a lo que me oponía era a que se abandonara únicamente porque la gente prefería cambios flexibles para facilitar la inflación».

Hayek (1994, pp. 210, 211).

La etapa del patrón oro (1925-1931) fue de semiestancamiento para el Reino Unido en un mundo en expansión, y la razón fundamental debe ser entendida en términos de la erosión de las bases institucionales que permitían operar en el período de preguerra (Eichengreen, 1996a, p. 379). La política entró en acción y las medidas económicas tuvieron que adaptarse a un entorno con creciente influencia de la opinión pública, y en consecuencia de los votantes. Se puso en evidencia, de forma progresiva, que el régimen democrático era incompatible con la prioridad absoluta del patrón oro (Rodrik, 2011, pp. 63, 64). Como expresivamente se ha sintetizado, el patrón oro se hundió definitivamente cuando los trabajadores pudieron votar y echaron del poder a los políticos que predicaban austeridad (Farrell y Quiggin, 2011, p. 98): Así:

«Con el desarrollo del sindicalismo y la burocratización de los mercados de trabajo, los salarios no respondían a las perturbaciones con la rapidez tradicional. Los episodios negativos causaban desempleo, intensificando la presión sobre los gobiernos para que reaccionaran, poniendo en peligro el patrón monetario. Los gobiernos de postguerra fueron cada vez más susceptibles de ser presionados por la extensión del derecho al voto, el desarrollo de los partidos parlamentarios laboristas, y el crecimiento del gasto social. Ninguno de los factores que soportaban el patrón oro de preguerra podían considerarse garantizados.

Una lección de este episodio es la futilidad de intentar la marcha atrás en el tiempo» (Eichengreen, 1996b, pp. 45, 46).

La interpretación por el Tesoro y, sobre todo, por el Banco de Inglaterra de lo que estaba aconteciendo tenía un sesgo claro hacia la prioridad de los intereses financieros. En sus declaraciones ante el Comité MacMillan¹⁴ el gobernador dejó cla-

¹⁴ El Comité MacMillan es extraordinariamente importante para seguir la evolución del pensamiento de Keynes en años clave. Su primera reunión fue el 5-11-1929 y celebró 100 sesiones. Al final de mayo de 1931, Keynes embarcó para América y en octubre de 1930 publicó el *Treatise on Money*. Se trata,

ramente expuesta su opinión de que los problemas residían en la industria, no en las finanzas; las dificultades no procedían del retorno al patrón oro, apuntando que parte de la culpa la tenían Francia, Bélgica y Alemania que en su retorno al oro habían establecido unas paridades que perjudicaban al Reino Unido; a la pregunta de Keynes de por qué creía que habían practicado esas políticas, la respuesta del Gobernador fue que lo ignoraba (Clarke, 1998, pp. 126, 127). El Banco de Inglaterra insistía en que la cuestión residía en la falta de competitividad de la industria británica y que las soluciones monetarias y financieras sólo servirían para retrasar la necesidad de afrontar la realidad de esta situación (*Ibidem*, p. 141).

En cuanto al Tesoro, apuntaba también a las condiciones de la oferta, a los excesivos costes monetarios de la producción como la auténtica razón de la falta de dinamismo industrial. La fortaleza del tipo de cambio no se había traducido en menores costes de producción que hubieran favorecido la mejora de las exportaciones. Keynes, naturalmente, está de acuerdo con el diagnóstico en lo que se refiere a la falta de competitividad de la industria inglesa, aunque haga hincapié en la responsabilidad del retorno al patrón oro con la paridad de preguerra. No es sorprendente que acogiera con indignación el reconocimiento del Tesoro sobre el excesivo nivel de costes en la industria.

3. NOTA FINAL. LA IMPORTANCIA DE LAS IDEAS

«La cuestión es que el sistema de tipo de cambio es un sistema en el cual los países en ambos lados de la relación del tipo de cambio tienen la responsabilidad de contribuir a la estabilidad y a la fluidez operativa del sistema internacional; no puede asignarse toda la responsabilidad del ajuste a los países con déficit. Keynes aprendió esta lección de su experiencia en la Gran Depresión. Por esta razón deseaba impuestos y sanciones para los países con superávit crónicos en la propuesta de *clearing union* que desarrolló durante la segunda Guerra Mundial. Más de sesenta años después, parece que hemos olvidado este asunto».

Temin (2012, p. 26)

La salida del patrón oro forzada por la crisis, se realizó, no obstante, de manera ordenada y sin traumas; se consideró inevitable y se hizo después de resistir todo lo posible para preservar el prestigio de la City. Se aliviaron las presiones y la economía del Reino Unido tuvo una reacción positiva.

Lo anterior no quiere decir que el Tesoro y el Banco de Inglaterra cambiaron sus ideas básicas, a la vista de la reacción positiva de la economía. La visión ortodoxa consideró que la crisis financiera, que había obligado a la salida del patrón oro, se había debido a un doble motivo: los extranjeros no habían respetado las reglas del

pues, de años decisivos en los cuales la Gran Depresión fue adquiriendo cada vez más protagonismo. Es fundamental el detallado Capítulo 2 del vol. XX de los *Collected Writings*, pp. 38-310.

juego, y la industria británica no había estado a la altura de las circunstancias, abriendo así la brecha de la balanza de pagos (Cain y Hopkins, 1993, pp. 57-78).

En diciembre de 1931, según cita Skidelsky (1992, p. 432), *The Times*, el campeón de la ortodoxia monetaria, sentenció que la industria había fallado en realizar el ajuste necesario aunque apunta este autor que el periódico abrió las puertas a Keynes, el cual utilizaría profusamente esta tribuna en la década de los treinta.

88

De manera que el abandono del patrón oro se hizo a regañadientes por los poderes financieros. Incluso en medio de lo más profundo de la Gran Depresión, los directivos del Banco de Inglaterra estaban preocupados por los posibles efectos inflacionistas de la flotación de la libra. Así, según Cain y Hopkins, el abandono del patrón oro no significó el reconocimiento por parte de los responsables de que se había cometido un error al exigir a los agentes e instrumentos unos resultados que excedían a una evaluación realista de sus posibilidades.

El mantenimiento del prestigio de la ortodoxia en un período en el que sus receñas, actuación y pronósticos ofrecen un balance tan negativo, no debería extrañarnos demasiado. Un párrafo de la Teoría General, respecto al mantenimiento de la reputación de la ortodoxia pese a que sus enseñanzas no eran adecuadas para explicar la realidad, me parece que refleja el trasfondo de la situación actual:

«Creo que el hecho de haber llegado a conclusiones completamente distintas de las que una persona sin instrucción del tipo medio podía esperar, contribuyó a su prestigio intelectual. Le dio virtud el hecho de que sus enseñanzas transportadas a la práctica eran austeras y a veces insípidas; le dio belleza el poderse adaptar a una superestructura lógica consistente; le dio autoridad el hecho de que podría explicar muchas injusticias sociales y la aparente crueldad como un incidente inevitable en la marcha del progreso, y que el intento de cambiar esas cosas tenía, en términos generales, más probabilidades de causar daño que beneficio; y, por fin, el proporcionar cierta justificación a la libertad de acción de los capitalistas individuales le atrajo el apoyo de la fuerza social dominante que se hallaba tras la autoridad» (1936, pp. 32, 33).

La reacción de la ortodoxia siempre me recuerda la pretensión de que los agentes salten una altura de dos metros; si la gran mayoría no lo consiguen es porque no se esfuerzan lo suficiente y no están al nivel que se requiere. La responsabilidad nunca recae sobre los que proponen objetivos irreales. Nada nuevo bajo el sol.

Bordo (2007, p. 5) ha señalado que la vuelta al patrón oro en 1925 es considerada por muchos estudiosos (Eichengreen, Temin, Bernanke, James y otros) como una decisión clave. El retorno, sin corrección previa de los desequilibrios producidos por la guerra, dió lugar a debilidades importantes (liquidez insuficiente, fragilidad y falta de credibilidad) que causaron finalmente el desmoronamiento del sistema.

ma monetario internacional en 1931 y fue crucial en el agravamiento de la Gran Depresión.

Termino con la advertencia derivada del análisis reciente del FMI (2012) sobre el episodio del retorno al patrón oro del Reino Unido en 1925:

«El caso del Reino Unido refuerza este mensaje (que los esfuerzos de consolidación fiscal deben complementarse con medidas de apoyo al crecimiento...) pero ofrece también una lección de advertencia a los países que intenten una devaluación interna. La combinación de políticas monetarias y fiscales restrictivas, con objeto de reducir significativamente el nivel de precios y el retorno a la paridad de preguerra, tuvo consecuencias desastrosas. Alto desempleo, crecimiento lento y –lo más relevante– deuda pública creciente» (p. 125).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

En las citas figura el año de la publicación original, aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias.

- AHAMED, L. (2009): *Lords of Finance. The Bankers who Broke the World*. The Penguin Press. New York.
- BORDO, M.D. (2007): «Growing up to Financial Stability». *NBER* nº 12.993. March.
- BRYAN, D. y M. RAFFERTY (2007): «Financial Derivatives: Bubble or Anchor?», en L.A. Asassis, A. Nesvetailova y D. Wigan (eds.): *Global Finance in the New Century. Deregulation and Beyond*. Palgrave MacMillan. Great Britain.
- CAIN, P.J. y A.G. HOPKINS (1993): *British Imperialism: Crisis and Deconstruction 1914-1990*. Longman, Singapore.
- CLARKE, P. (1988): *The keynesian Revolution in the Making 1924-1936*. Clarendon Press. Oxford.
- (2009): *KEYNES. The Twentieth Century's Most Influential Economist*. Bloomsbury Publishing. Great Britain.
- COASE, R. (2012): «Saving Economic from The Economists». *Harvard Business Review*. December, p. 36.
- COGDON, T. (2007): *Keynes, the Keynesians and Monetarism*. Edward Elgar. Great Britain.
- DOSTALER, G. (2007): *Keynes and his Battles*. Edward Elgar. Great Britain.
- EICHENGREEN, B. (1996a): «Déjà vu all over again: lessons from the gold standard for European monetary unification», en T. Bayoumi, B. Eichengreen y M.P. Taylor (eds.): *Modern perspectives on the gold standard*. Cambridge University Press.
- (1996b): *Globalizing capital. A history of the international monetary system*. Princeton University Press.
- FARRELL, H. y J. QUIGGIN (2011): «How to Save the Euro and the EU». *Foreign Affairs*. May-June, pp. 96-103.
- FELDSTEIN, M. (1992): «The case against EMU». *The Economist*. 13 de Junio, pp. 19-22.
- FRIEDMAN, M. (1953): «The Case for Flexible Exchange Rates», en *Essays in Positive Economics*. The University of Chicago Press. Séptima reimpresión 1970.

- GROS, D. y T.MAYER (2011): «Debt reduction without default». *CEPS (Centre for European Policy Studies). Policy Brief* nº 233, Febrero.
- HARROD R.F. (1951): *La vida de John Maynard Keynes*. Primera edición en inglés. Primera edición en español: FCE. México, 1958.
- HAYEK, F.A. (1994): *Hayek sobre Hayek (Un diálogo autobiográfico)*. Edición preparada por S. Kreage y L. Wenan. Publicado inicialmente en inglés. En español: Unión Editorial. Madrid, 2010.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012): «The Good, the Bad, and the Ugly: 100 years of dealing with Public Debt Overhangs». *World Economic Outlook*. October.
- JOHNSON, F.C. (1975): «Keynes and British economics», en M. Keynes (ed.): *Essays on John Maynard Keynes*. Cambridge University Press.
- KEYNES, J.M. Todas las citas corresponden a los *Collected Writings*, Royal Economic Society. Se especifica el título del trabajo, el año de la primera publicación, el volumen de los *Collected Writings* y las páginas.
- (1922): «Lectures to the Institute of Bankers». 15, 22 y 29 de Noviembre y 5 de Diciembre de 1922 (XIX, pp. 6-76).
 - (1923): *A Tract on Monetary Reform* (IV). Traducción al español FCE, México 1992 y Fundación ICO. Ed. Síntesis. Madrid 2002.
 - (1924): *Committee on the Currency and Bank of England*. 11 July (XIX, pp. 239-261).
 - (1925a): *Committee on Industry and Trade*. Thirty-Fifth Day Thursday 9 July (XIX, pp. 383-416).
 - (1925b): *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. (IX, pp. 207-230).
 - (1925c): «The Gold Standard». *The Nation and Athenaeum*. 9 May (XIX, pp. 362-365).
 - (1925d): «The Committee on the Currency». *The Economic Journal*. June (XIX, pp. 371-379).
 - (1925e): «Our Monetary Policy». *The Financial News*. 18 August (XIX, pp. 425-434).
 - (1925f): «To the Editor of The Times». 28 August (XIX, pp. 427-434).
 - (1925g): «The Economic Transition in England». *Conferencia en Moscú*. 15 de Septiembre (XIX, pp. 438-442).
 - (1925h): Discurso en la oficina de Manchester de la Federación de las Industrias Británicas. *The Manchester Guardian Commercial*. 15 October (XIX, pp. 442-447).
 - (1926): «The First-Fruits of the Gold Standard». *The Nation and Athenaeum*. 26 June (pp. 552-556).
 - (1927a): «Mr. McKenna on Monetary Policy». *The Nation and Athenaeum*. 12 February (IX, pp. 200-206).
 - (1927b): «Sheltered and Unsheltered Price Levels». *The Nation and Athenaeum*. 19 February (XIX, pp. 661-664).
 - (1928a): «The Stabilization of the franc». Publicado en *The Nation and Athenaeum*, 30 June. Incluido en *Essays in Persuasion* (1931, IX, pp. 82-85).
 - (1928B): «How to Organise a Wave of Prosperity». *The Evening Standard*. 31 July (XIX, pp. 761-766).
 - (1930): *A Treatise on Money*. (V) 1. *The Pure Theory of Money*. (VI) 2. *The Applied Theory on Money*. Edición en español Ed. Síntesis, Madrid, 2009.
 - (1931): «The End of the Gold Standard». *Sunday Express*. 27 September (IX, pp. 245-249).
 - (1936): *The General Theory of Employment Interest and Money* (VII). Edición en español FCE, México, 1943; Aosta, Madrid 1998, y Síntesis, Madrid 1009.
 - (1937): «The General Theory of Employment». *Quarterly Journal of Economics*. Febrero (XIV, pp. 109-123).
- KINDLEBERGER, CH. (1985): *La crisis económica 1929-1939*. Edición revisada en inglés. Ed. Crítica, Barcelona.
- KRUGMAN, P. (1992): «Second thoughts on EMU», en R. Sato, R.M. Levich y R.M. Ramachandran: *Japan, Europe and International Financial Markets. Analytical and empirical perspectives*. Cambridge University Press, Paperback edition, 1995.
- (2011): Can Europe Be Saved?. *The New York Times*. January 12. Obtenido por Internet, pp. 1-15.
- MOGRIDGE, D.E. (1992): *Maynard Keynes. An Economist's Biography*. Routledge. London.
- NASAR, S. (2012): *La gran búsqueda. Una historia de la economía*. Primera edición en inglés 2012.

- Edición española: Random House Mondadori. Barcelona, 2012, que es la utilizada.
- POLANYI, K. (1944): *La Gran Transformación. Crítica del liberalismo económico*. Primera edición en inglés. En español, La Piqueta, Madrid 1989. Nueva edición FCE, Argentina, 2007, de donde tomo la cita.
- RODRIK, D. (2011): *La paradoja de la Globalización. La democracia y el futuro de la economía mundial*. Primera edición en inglés, 2011. Antoni Bosch. Barcelona, 2011.
- ROJO, L.A. (1984): *Keynes, su tiempo y el nuestro*. Alianza Editorial. Madrid.
- SEN, A. (2011): «La democracia europea en juego». *EL MUNDO*. 27 de Junio, p. 21.
- SKIDELSKY, R. (1992): *John Maynard Keynes. The Economist as Saviour 1920-1937*. MacMillan London Limited.
- (2000): *John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937-1946*. MacMillan.
- STIGLITZ, J.E. (2010): *FREEFALL. America Free markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W. Norton & Company. USA.
- TEMIN, P. (2012): «The Great Recession in Historical Context». Conferencia pronunciada en la Fundación Ramón Areces, 23-2-2012.
- TORRERO, A. (1993): «El año en que la economía española se vió enfrentada a la realidad». *Economistas*, nº 55. Extra: «España 1992: Un balance», pp. 84-86.
- (1996a): «El esfuerzo de convergencia nominal para el conjunto de la economía española». Conferencia dictada en la Universidad del Mar, Águilas, el 26 de Septiembre de 1996. Publicado en *Información Comercial Española*, nº 756, Agosto-Septiembre, 1996, pp. 51-60. Incluida en J. Colina y A. García (dirs.): *España y Maastricht: ventajas e inconvenientes*. Ed. Civitas, Madrid, 1998, pp. 155-173. Publicada de nuevo con una Introducción como Documento de Trabajo 03/2010 por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Universidad de Alcalá.
- (1996b): «Empresas y empresarios en el Reino Unido. La visión de Marshall y de Keynes». *Revista de Historia Económica*. Año XIV, Primavera-Verano, nº 2, pp. 421-454.
- (1998a): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. Ed. Civitas. Madrid.
- (1998b): «Repercusiones del euro sobre la estructura empresarial española», en J.C. Jiménez (edición al cuidado de), *La Economía española ante una nueva moneda: el euro*. Ed. Civitas. Madrid.
- (2001): *Internacionalización de las Bolsas y de las finanzas. Funcionamiento del patrón oro y la moneda única europea*. Ed. Pirámide. Madrid.
- (2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Ed. Témpora. Madrid.
- (2006): *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2008): *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2011a): *La crisis financiera internacional (Cuarto año)*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2011b): *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2013a): *Keynes y la crisis financiera actual*. Ed. Marcial Pons. Madrid.
- (2013b): «Sobre la Crisis Financiera Internacional». Documento de Trabajo 01/2013. Instituto Universitario de Análisis Económico y social. Universidad de Alcalá.
- WHITE, L. H. (2012): *The Clash of Economic Ideas*. Cambridge University Press. USA.

Transformaciones en la estructura financiera: implicaciones para la financiación de la economía española

En este artículo se pasa revista a las transformaciones en la estructura del mercado bancario español durante la crisis financiera y sus peculiaridades a la vez que se evalúa el efecto que esos cambios de estructura pudieran tener sobre los canales de financiación de la economía española. En particular, se estudia si la generación de circuitos internos de liquidez de las entidades financieras españolas –consistentes en la presencia de entidades financieras en distintos mercados regionales– puede afectar a la actividad crediticia de forma significativa. Asimismo, se estudia si los incrementos de la morosidad y sus efectos sobre la oferta de crédito pueden reducirse en alguna medida por la existencia de esos circuitos internos de capital. Los resultados sugieren que la morosidad bancaria genera efectos *spillover* que hacen que el crédito se reduzca en todas las regiones españolas y no sólo en aquellas más afectadas por la morosidad y el desempleo. Sin embargo, la reestructuración bancaria ha podido afianzar los circuitos internos de capital interregionales lo que puede tener un efecto atenuante sobre el racionamiento de crédito y efectos distributivos positivos en ese crédito a largo plazo.

Espainiako banku-merkatuak finantzakrisian izandako egiturazko eraldaketak, eta aldaketa horiek Espainiako ekonomiaren finantzaketa-kanaletan izan dituzten aldaketen eragina dira azterlanaren xedea; zehazki, Espainiako finantza-erakundeen likideziaren barneko zirkuituak sortzeak –eskualdeko hainbat merkatutan finantza-erakundeak izateak, alegia– kreditu-jardueran nabarmen eragin dezakeen. Halaber, kapitalaren barneko zirkuitu horiek berankortasunaren hazkundea eta kreditu-eskaintzan dituen eragin negatiboak murriztea eragin ote dezaketen aztartzan du. Bankuen berankortasunak gainezka egitea eragiten duela iradokitzen dute emaitzek, eta, ondorioz, kreditua Espainiako eskualde guztietan murrizten da, ez berankortasun eta langabeziarik handienak dituztenetan bakarrik. Nolanahi ere, bankuen berregituratzek eskualdeen arteko barneko kapital-zirkuituak sendotu ditu, eta horrek eragin aringarria izan dezake kreditu-errazionamenduan, baita banaketa-ondorio positiboak ere epe luzeko kreditu horretan.

This article examines the profound structural changes that have taken place in the Spanish banking market over the course of the financial crisis and their potential effects on the channels by which the Spanish economy is financed. In particular, it asks whether the generation of internal liquidity markets at Spanish financial institutions (comprising the presence of financial institutions on various regional markets) may have significant effects on lending. The article also considers whether increases in default rates and their detrimental effects on the supply of loans can be reduced by setting up such internal circuits for capital. The findings suggest that non-performing bank loans create spillover effects that result in a reduction in lending in all regions of Spain and not just in those hardest hit by loan defaults and unemployment. However, the restructuring of the banking system has managed to consolidate inter-regional internal capital circuits, which may help attenuate the curtailment of lending and have positive effects for the distribution of lending in the long term.

Santiago Carbó Valverde
Bangor University, Reino Unido

Julia García Cabello
Universidad de Granada

93

Índice

1. Introducción
 2. La reestructuración del sector bancario español en perspectiva
 3. La reestructuración bancaria y financiación de la economía real: los circuitos internos de capital
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: estructura financiera, crédito, *spillover*, financiación regional.

Keywords: financial structure, credit, spillover, regional financing.

Nº de clasificación JEL: G21, G32, R12.

1. INTRODUCCIÓN

Las entidades financieras operan en ámbitos territoriales muy distintos en función de su especialización y dimensión. Esto genera contactos multimercado que les permiten movilizar liquidez entre las distintas demarcaciones donde operan. A esos flujos de financiación se les denomina circuitos internos de liquidez o de capital, en sentido genérico. Cuando estos circuitos son internacionales, la principal preocupación se centra en cómo controlar los flujos financieros internacionales de las grandes corporaciones financieras y sus efectos sobre la estabilidad financiera global, con la actual crisis como ejemplo más significativo de este tipo de eventualidades. Asimismo, para estas entidades que operan en diferentes territorios, es posible que en esos distintos mercados se den condiciones muy distintas de demanda y oferta para el crédito lo que puede hacer que la liquidez se movilice –a través de esos circuitos internos– hacia las localizaciones geográficas donde la demanda de crédito es más solvente y las oportunidades de expansión y negocio más claras en términos de rentabilidad y riesgo.

Asimismo, existen circuitos internos de liquidez a escala regional dentro de un mismo país, en la medida en que hay entidades financieras que operan en una sola región, otras que lo hacen en varias y otras que lo hacen en todas. Esta configuración regional deviene especialmente relevante durante las etapas de inestabilidad y crisis financiera en la medida en que la oferta de crédito puede sufrir *shocks* regionales así-métricos que afecten más a unas regiones que a otras. En este punto, la configuración de los circuitos internos de liquidez puede actuar amplificando o reduciendo esos *shocks*.

España es un caso de estudio interesante para estas cuestiones por tres razones. Existen mercados bancarios territoriales y diferentes tipos de contactos multimercado que generan circuitos internos de liquidez interregionales. La profunda reestructuración del sector bancario español desde 2009 ha supuesto cambios en los contactos multimercado y en esos circuitos de liquidez, con implicaciones potenciales sobre la provisión de crédito a la economía real, tanto a corto como a largo plazo. En este artículo se analiza ese proceso de reestructuración, con una comparación de su impacto e idiosincrasia en una perspectiva internacional, y se estudia si los incrementos de la morosidad y sus efectos sobre la oferta de crédito pueden reducirse en alguna medida por los cambios experimentados en los circuitos internos de capital con la reestructuración del sector bancario.

El artículo se estructura en los cinco apartados que siguen a esta introducción. En el apartado 2 se analiza la reestructuración del sector bancario español en perspectiva. En el apartado 3 se repasa la literatura sobre circuitos internos de liquidez y su efecto sobre la oferta de crédito. El método empírico para el estudio de los efectos de los contactos multimercado sobre la financiación bancaria se explica en el apartado 4. Los resultados se discuten en el apartado 5. El artículo se cierra en el apartado 6 con las principales conclusiones.

2. LA REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL EN PERSPECTIVA

2.1. Los fundamentos de la reestructuración

Casi siempre que se analizan los procesos de reforma del sector financiero y la resolución de crisis bancarias se presta atención a los costes de los rescates y su efecto sobre las finanzas públicas. Sin embargo, en lo que respecta al sector bancario español durante la actual crisis financiera, resulta mucho más llamativo prestar atención a la profundidad del proceso de reestructuración, que a los costes de resolución que, aunque importantes, han sido de momento muy limitados en una comparación europea.

Así, por ejemplo, entre el 1 de octubre de 2008 y el 1 de octubre de 2012, la Comisión europea aprobó ayudas al sector financiero que ascendían a 5,1 billones (10^{12}) de euros (el 40,3 % del PIB de la UE). La mayor parte de las ayudas se autorizaron en 2008, año en que se aprobaron 3,4 billones de euros (el 27,7 % del PIB de la UE), principalmente garantías sobre bonos o depósitos bancarios. Después de 2008, las ayudas aprobadas se centraron más en la recapitalización de los bancos y el rescate de activos deteriorados que en las garantías, mientras que más recientemente se aprobó una nueva oleada de medidas de garantía, principalmente por los países que experimentaron un incremento de su diferencial de rentabilidad de la deuda soberana, como España e Italia. Sin embargo, a pesar de estas circunstancias, se estima que las ayudas al sector bancario en España, hasta 2012, habían sido del 10,6% del PIB, claramente por debajo de ese promedio europeo. El propósito de este artículo, en cualquier caso, no es discutir un proceso de recapitalización que aún está abierto y cuyos costes para el contribuyente sólo pueden determinarse a largo plazo. El objetivo es, más bien, analizar la reestructuración como un proceso que puede tener consecuencias sobre el modo en que las entidades financieras desarrollan su función de financiación de la economía real en España.

El punto de partida es 2009, con el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre «reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito», con el que se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). Ya, desde entonces, se inició un proceso que distinguía a España de otros países europeos al apostar por «reestructurar» y favorecer movimientos de integración antes de pasar al terreno de las recapitalizaciones y las ayudas públicas. Intentaba ser, también, un proceso ordenado, lo que ofrecía ventajas en términos de evaluación y tratamiento individualizado de soluciones a cada problema específico.

El FROB siguió un esquema que consistía en la evaluación de la situación individual de entidades y el ofrecimiento de plazos para planes de reestructuración y recapitalización. Este esquema ha sido el prevaleciente hasta 2012. En aquel entonces, las entidades que presentaban problemas de solvencia, a iniciativa propia o del Banco de España, debían presentar en treinta días un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio ente supervisor, y la principal vía por la que estos planes fueron considerados era a través de planes de integración (fusión o adquisición).

Posteriormente, en 2010, se aprobó un importante cambio normativo para proporcionar nuevas fórmulas de configuración jurídica a las cajas de ahorros para acceder al capital privado en forma de acciones a través del RD-l 11/2010, de «órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros». El objetivo era facilitar la entrada de capital privado en las cajas de ahorro por varias vías. La reforma introducía novedades importantes en el ámbito de las cuotas participativas, la estructura de propiedad que las cajas de ahorros podían

adoptar y otros aspectos entre los que destacaba la posibilidad de extensión del FROB para entidades solventes que, en «escenarios» especialmente adversos (recesión intensa, desempleos, morosidad, prima de riesgo, precio de la vivienda) pudieran atravesar dificultades, aun cuando no participasen en procesos de integración. Las novedades más importantes se refirieron a los modelos de cajas de ahorros que podrían adoptarse en el ámbito de la posible entrada de capital privado en las mismas. En general, las distintas alternativas con que contaron las cajas de ahorros para su configuración desde el RD-I 11/2010 suponían una interesante combinación para que estas entidades pudieran preservar sus principios fundacionales y al mismo tiempo adaptar su estructura financiera y de recursos propios a las exigencias del mercado, con mayor acceso al capital por acciones. Hasta la aplicación de este real decreto, en todo caso, la mayor parte de la respuesta del sector a las nuevas iniciativas regulatorias se materializó –como se muestra más adelante– en procesos de integración y en planes de reducción de oficinas y de plantilla orientados a aumentar la eficiencia y adaptar la capacidad operativa a la demanda. Esto no quiere decir que los objetivos de solvencia pasaran completamente a un segundo plano. En el propio RD 11/2010 se insistía en la «recapitalización de entidades individuales». En concreto, se admitía la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que, sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho Real Decreto-ley («debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración»). Sin embargo, esta posibilidad de recapitalización mediante ayudas públicas ganó posteriormente peso cuando la reforma financiera se centró en 2011 y, sobre todo, en 2012 en el proceso de recapitalización.

Durante 2011 y 2012 se sucedieron varias iniciativas de reforma que, en cierto modo, constituyeron un reconocimiento progresivo de que las necesidades de recapitalización del sector eran más importantes de lo que cabía esperar. La primera de esas medidas fue el Real Decreto-ley 2/2011 de «reforzamiento del sistema financiero». Este decreto le dio una vuelta de tuerca más al FROB (de hecho se le denominó «FROB 2»). Se exigió con carácter general que el capital principal se situara por encima del 8% como porcentaje de los activos ponderados por riesgo, y del 10% para las entidades que no hubieran colocado en el sector privado más del 20% de su capital y que tuvieran una dependencia de la financiación de los mercados mayoristas superior al 20%. Al mismo tiempo, el RD-I 2/2011 supuso una transición efectiva desde el modelo que prevaleció durante 2010 de agrupación de cajas en torno a SIP para avanzar en el proceso de ejercicio indirecto de la actividad, porque exigía transferir la actividad de las cajas al banco creado cuando solicitaran financiación del FROB para cumplir con las exigencias de recapitalización. Durante 2011 se avanzó en ese ejercicio de transferencia y se desarrollaron las pri-

meras «pruebas de esfuerzo» del sector, que estimaron las necesidades de capital, en aquel entonces, de 15.000 millones de euros. Conforme se avanzaba hacia 2012 se hacía cada vez más evidente que esas necesidades de recursos propios serían bastante más significativas a la postre.

Entre febrero y mayo de 2012, se desarrollaron dos reformas adicionales, orientadas, ya de forma casi específica, al saneamiento y la recapitalización. En primer lugar, el Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, «de saneamiento del sector financiero». La iniciativa seguía recayendo principalmente en las propias entidades financieras, de las que se esperaba que realizaran provisiones adicionales de 50.000 millones de euros para cubrir la exposición de activos crediticios problemáticos. La reforma se estructuraba principalmente mediante tres tipos de requerimientos: una provisión específica de 25.000 millones de euros, un «colchón de capital para suelo» y promociones en curso de 15.000 millones de euros, y una provisión genérica de 10.000 millones para el crédito aparentemente sano. También se establecía que si las entidades financieras se embarcan en proyectos de fusión, tendrían un año extra para cumplir con los nuevos requerimientos. Los recursos estimados y las provisiones exigidas en el RD-1 2/2012 suponían un avance en el reconocimiento del grave deterioro de activos bancarios en España, pero el mayor cambio en ese reconocimiento aún estaba por producirse. Ese mismo año, el 12 de mayo de 2012 se publicó el Real Decreto-ley 18/2012 sobre «saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero». Con la nueva reforma se estimaba que el sector iba a tener que realizar provisiones adicionales por 30.000 millones de euros que se añadirán a los más de 50.000 millones ya exigidos en la anterior reforma anterior (RD-1 2/2012). Un elemento esencial del RD 18/2012 es que ofrecía mecanismos para instrumentar ayudas públicas al sector bancario en forma de «capital contingente» (los llamados CoCos). En aquel entonces, además, el gobierno estableció que dos auditadoras independientes serían las encargadas de ofrecer las valoraciones pertinentes. Con la introducción de valoraciones independientes simultáneas a los requerimientos y ayudas previstas en el RD-1 18/2012, se trataba de aproximarse a la magnitud real del deterioro de activos y necesidades de capital en el sector bancario español. En este punto, era especialmente importante determinar esta magnitud para poder establecer las capacidades de ayuda financiera del Estado en un contexto de importantes restricciones presupuestarias.

2.2. El terreno de la resolución

Las entidades bancarias españolas contaban hasta el 11 de junio de 2012 para presentar un plan en el que detallaran las medidas para dar cumplimiento al RD-1 18/2012. De estos planes podría surgir déficit de capital principal o de recursos propios computables. En este sentido, bien porque el Banco de España así lo valorara o a petición de la propia entidad, podría contemplarse la solicitud de apoyo financiero

del FROB. Asimismo, el RD-1 18/2012 contemplaba la creación de sociedades de gestión de activos (SGA), lo que comúnmente se conoce como «banco malo».

El 8 de junio de 2012, el Fondo Monetario Internacional publicaba las recomendaciones finales de su Evaluación de la Estabilidad del Sistema Financiero (*Financial System Assessment Program, FSAP*) en el que se afirmaba que «el grado y la persistencia del deterioro económico pueden implicar nuevas pérdidas para los bancos. La plena implementación de las reformas, así como el establecimiento de un mecanismo de respaldo público creíble, serán fundamentales para mantener la estabilidad financiera en el futuro». El FMI estimaba necesidades de capital de 38.000 millones de euros. Un día después, el 9 de junio, el Eurogrupo confirmaba en un comunicado la aprobación de una ayuda contingente para España de hasta 100.000 millones de euros para proceder a la recapitalización de las entidades financieras que lo precisaran. Se trataba de un elemento fundamental en la resolución de la crisis bancaria en España tanto por la oferta de un volumen importante de recursos contingentes como por el establecimiento de una coordinación y apoyo de la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo, lo que daba mayor credibilidad aún al proceso. La aceptación formal de la ayuda se produjo el 25 de junio de 2012. El 22 de junio ya se habían presentado las dos primeras valoraciones independientes de las necesidades de capital del sector bancario español, a cargo de Oliver Wyman y Roland Berger. El propósito de esa aproximación del conjunto del sector era evaluar, mediante una prueba de esfuerzo (*stress test*), la capacidad de resistencia de las entidades financieras españolas bajo desarrollos macroeconómicos adversos. Las evaluaciones concluían que, como máximo, el sector bancario precisaría un capital adicional de 62.000 millones de euros.

2.3. El Memorando de entendimiento

La ayuda a España implicó la aceptación de un Memorando de entendimiento (MoU). El MoU, aprobado el 7 de julio de 2012, ha supuesto un cambio cualitativo de importancia que no es otro que el paso ya efectivo de las reformas a la resolución de la crisis bancaria. En cualquier caso, como se ha argumentado reiteradamente, lo importante de la resolución no es sólo su diseño, sino también su puesta en práctica. El MoU sigue un plan que debe ser completado en junio de 2013. En lo que a reestructuración destacan tres aspectos:

- El MoU señalaba que los planes de reestructuración en general «abordarán la capacidad del banco para generar actividad comercial rentable y sostenible en el futuro, y sus necesidades de financiación.» De forma más explícita, estos planes deberán concretarse en una reducción del tamaño de los bancos mediante la desinversión en algunas actividades. En particular, se especifica que «los planes de reestructuración deberán basarse en un recorte significati-

vo de las actividades no rentables, procediendo a su cesión cuando sea factible, en la reducción del riesgo mediante la segregación de los activos más problemáticos, en el reequilibrio de la estructura de financiación, incluida una menor dependencia del banco central para disponer de liquidez, en la mejora de la gobernanza corporativa y en la reestructuración funcional mediante la racionalización de las redes de sucursales y las plantillas».

- La segunda se refería a los planes de reestructuración de los bancos viables que requieran apoyo público. Para estos se especifica que «detallarán las medidas para reducir al mínimo la carga sobre los contribuyentes. Los bancos que reciban ayuda estatal contribuirán con sus propios recursos, en la mayor medida posible, al coste de la reestructuración.» Entre las posibles medidas que se consideran están la venta de participaciones y activos secundarios, la eliminación de actividades secundarias, la prohibición del pago de dividendos, la prohibición de remuneración discrecional de los instrumentos híbridos de capital y la prohibición del crecimiento no orgánico».
- La tercera se ocupaba de los bancos no viables para los que se señala que «las autoridades españolas deberán presentar un plan de resolución ordenada. Estos planes tendrán que ser compatibles con los objetivos de preservar la estabilidad financiera, en particular, protegiendo los depósitos de los clientes, de reducir al mínimo la carga de la resolución sobre el contribuyente y de permitir a los bancos saneados adquirir activos y créditos en el marco de un proceso competitivo. El procedimiento de resolución ordenada comportará la transferencia de determinados activos a la entidad externa de gestión. Las autoridades españolas se comprometen a poner un límite a los niveles retributivos de ejecutivos y consejeros de todos los bancos que reciban ayuda estatal. Los activos problemáticos de los bancos objeto de ayuda deberán eliminarse rápidamente de sus balances».

Con objeto de proporcionar un marco de desarrollo legal a algunos de los principios del MoU, el 31 de agosto de 2012, se publicó el Real Decreto-Ley 24-2012 (RD-L 24/2012 en adelante) sobre «un nuevo marco para la reestructuración y la resolución de las instituciones financieras». Los aspectos más importantes fueron los siguientes:

- Se introduce la legislación para implantar de forma efectiva los esquemas de responsabilidad subordinada (*subordinated liability schemes, SLS*) (que debían aprobarse antes de finales de agosto de 2012).
- Se actualiza el marco de resolución bancaria, fortaleciendo los poderes de supervisión y resolución del FROB y del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) (que para el MoU es también un paso necesario para completarse antes de finales de agosto de 2012).

- Se establece un proyecto integral y un marco legislativo para el establecimiento y el funcionamiento de las sociedades de gestión de activos o SGA (que, al menos en esta configuración general, también se esperaba para finales de agosto de 2012).

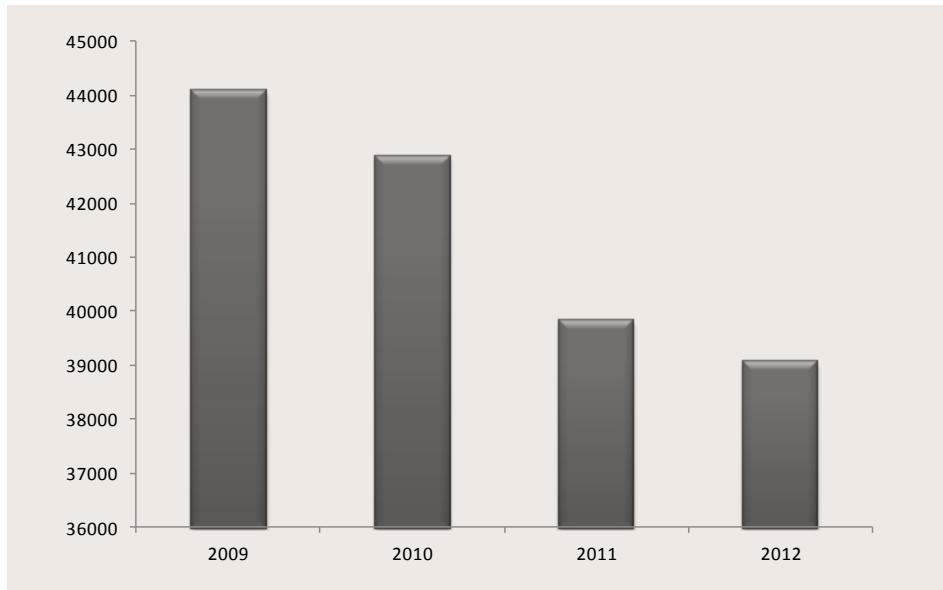
2.4. Los cambios en la estructura

Evidentemente, los cambios de una reestructuración tan intensa como la emprendida entre 2009 y 2012 (aunque continúa más allá, lo que no se recoge en este artículo a efectos de coherencia con el análisis empírico) tienen que tener efectos significativos sobre la configuración del mercado bancario español.

- De un total de 45 cajas a finales de 2010, 43 han participado o se encontraban participando en algún proceso de consolidación a finales de 2012, lo que en volumen de activos totales medios representa la totalidad del sector.
- El sector de cajas de ahorros ha pasado de contar con 45 entidades, con un tamaño medio de 29.440 millones de euros (diciembre 2009), a estar formado por 13 entidades o grupos de entidades, con un volumen medio de activos de 89.506 millones de euros (diciembre de 2012).

En una perspectiva más general, como muestra el gráfico nº 1, el número de oficinas operativas en España ha pasado de 44.085 en 2009 a 39.072 en 2012.

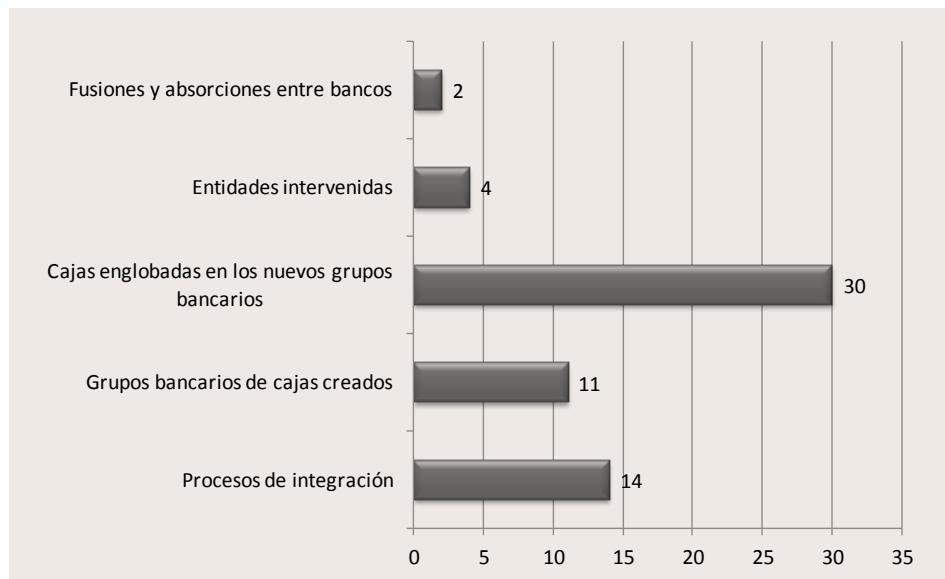
Gráfico nº 1. LAS OFICINAS BANCARIAS EN ESPAÑA DURANTE EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En el gráfico nº 2 se muestran algunos aspectos característicos del proceso de reestructuración bancaria en España entre 2009 y 2012. Entre otros aspectos, destaca que treinta cajas de ahorros –la mayor parte de las cuales operaba de forma particularmente intensa en una sola región- han pasado a operar como grupos bancarios en un ámbito territorial más amplio, creando de este modo la base para circuitos internos de liquidez más amplios dentro del territorio español.

Gráfico nº 2. HECHOS ESTILIZADOS DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN EN ESPAÑA (2009-2012)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

3. LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA Y FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA REAL: LOS CIRCUITOS INTERNOS DE CAPITAL

Teniendo en cuenta el importante cambio en la estructura bancaria descrito anteriormente, cabe preguntarse en qué medida la reestructuración bancaria puede afectar al crédito una vez que la recuperación macroeconómica y las necesarias condiciones de estabilidad financiera se hayan producido.

Una cuestión fundamental es tratar de comprender cómo pueden reforzarse los flujos crediticios bancarios en un contexto en que tanto el número de entidades como las oficinas operativas se reducen. La respuesta está en la mayor eficiencia de los circuitos o mercado internos de liquidez. En particular, es preciso anali-

zar hasta qué punto las entidades financieras que operan en varios mercados (regionales dentro de un mismo país o en varios países, internacionalmente) pueden generar circuitos internos de liquidez y transferir los excedentes en algunas demarcaciones hacia los territorios con mayores déficit de financiación. Debido a la creación de circuitos internos de capital y la habilidad de captar capital en los mercados exteriores, los bancos de mayor tamaño y que operan en varios territorios (multimercado) pueden amortiguar la reducción del crédito regional más fácilmente que los bancos que operan en un solo mercado (Berrospide *et al.*, 2011). Los bancos con estos circuitos internos propios tienen un mayor potencial de ajuste, y de redistribución de liquidez en todos los territorios que cubren.

La literatura más reciente sobre mercados o circuitos internos de liquidez analiza el impacto de los *shocks* económicos sobre el crédito bancario en diferentes mercados. En este sentido, se han documentado efectos de estos circuitos incluso a escala internacional. Por ejemplo, Schnabl (2012) investiga los efectos de la crisis de deuda en Rusia de 1998 sobre el crédito en Perú. En este caso, las empresas peruanas que habían solicitado crédito a bancos con extensas redes internas de capital redujeron menos su exposición al racionamiento de crédito que aquellas empresas que lo habían solicitado con bancos exclusivamente nacionales y no encontraron alternativas de liquidez cuando la crisis de la deuda limitó sus fuentes de financiación externa. No todos los efectos de los circuitos internos de capital son necesariamente positivos. Así, por ejemplo, si se quieren aprovechar estos efectos en cualquier contexto macroeconómico es importante que no exista una elevada dependencia interna/nacional de entidades bancarias foráneas. Popov y Udell (2010) sugieren que la tasa de denegación de crédito se incrementa significativamente en aquellos mercados en los cuales tienen mayor presencia los bancos extranjeros cuya matriz experimenta problemas de liquidez. Este punto de vista encaja con la idea de que la diversificación geográfica incrementa la sensibilidad del crédito local a los *shocks* externos de oferta de crédito. Cetorelli y Goldberg (2008) sugieren que la falta de circuitos internos de liquidez ha hecho a los mercados emergentes más susceptibles de sufrir *shocks* en la oferta de crédito. Esta amplia evidencia teórica respalda la posibilidad de establecer una red o mercado interno de capital a escala de entidad que favorezca la transmisión de liquidez desde las regiones con mayores recursos de liquidez hacia aquellas con menores. Este mecanismo reduciría los posibles *shocks* macroeconómicos regionales y amortiguaría los efectos de restricción crediticia de empresas y particulares, favoreciendo la inversión y el crecimiento económico.

3.1. Circuitos internos de capital, crédito y desarrollo regional: un ejercicio de simulación

Los efectos spillover y sustitución y el caso español como laboratorio

La aproximación empírica en nuestro trabajo sigue a Berrospide *et al.* (2011). La idea es tratar de mostrar si existen efectos de desbordamiento (*spillover*) en la calidad y crecimiento del crédito bancario entre regiones o, si por el contrario, se da un efecto sustitución. Si existen *spillover*, la morosidad bancaria se convierte en un *shock* de oferta que hace que el crédito se reduzca en las distintas regiones, incluidas aquellas en que la morosidad no es elevada. Si lo que se observa es un efecto sustitución, lo que hay es un *shock* de demanda, de modo que una disminución de la calidad de la demanda de crédito en unas regiones impulsa a los bancos a mover su actividad crediticia a otros mercados donde esa calidad no se haya resentido tanto.

España constituye un caso de estudio de especial interés para analizar estos efectos. Como se ha comentado anteriormente, en los últimos años se ha producido una crisis bancaria que, entre otras cuestiones, ha cambiado la geografía de los mercados financieros regionales. En este sentido, cabe preguntarse si la estructura que se ha generado, con menos entidades pero con un carácter multimercado, puede propiciar una distribución más eficiente del crédito a través de los circuitos internos de capital. En todo caso, este análisis debe interpretarse con cautela, en la medida en que el proceso de resolución de la crisis está aún en marcha y puede haber efectos a largo plazo, en particular, una vez que se haya producido una estabilización de la economía. En todo caso, el período considerado (1986-2012) permite contar con un amplio número de observaciones a lo largo de diferentes fases del ciclo macroeconómico y diferentes ajustes en la estructura de los mercados bancarios territoriales en España.

Tomando como referencia el caso español, el principal objetivo del análisis empírico será determinar cuál de los dos efectos (*spillover* o sustitución) es el dominante. Si el efecto *spillover* es el dominante, el crédito tenderá a disminuir de forma agregada, en todas las regiones (incluidas aquellas en las que la morosidad no se ha resentido). Si el efecto dominante es la sustitución, el crédito disminuirá en algunas regiones donde ha aumentado la morosidad, pero podrá aumentar en otras.

Los datos

Para el análisis se emplean los datos individuales de bancos y cajas de ahorros públicamente disponibles en la Asociación Bancaria de España (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA). Basándose en ellos se realiza una agregación regional y se calculan los vínculos multimercado de las regiones de cada entidad mediante la distribución regional del número de oficinas obtenida de las memorias anuales de estas entidades. La tasa de morosidad de las entidades finan-

cieras en cada región también se obtiene a partir de los datos individuales de informes anuales y de los de «información con relevancia prudencial».

El método

La estimación empírica de los efectos de *spillover* y sustitución consiste en estimar las relaciones cruzadas entre el crédito en diferentes mercados. La variable dependiente viene descrita como el crecimiento en el crédito en una región en función de la exposición en otras regiones de las entidades financieras que actúan en esa región. Como unidad regional se consideran las comunidades autónomas españolas. Aunque la aproximación ideal vendría dada a escala de crédito individual o de entidad, no es posible realizar esa aproximación (como hacen Berrospide *et al.*, 2011, para Estados Unidos) con los datos disponibles en España.

En términos prácticos, la aproximación consiste en cruzar cada una de las 17 comunidades autónomas con la exposición que tienen el resto de comunidades a la considerada. La exposición se aproxima por las oficinas de las entidades financieras en cada región, entendiendo con la región de origen aquella en la que tienen más oficinas. Las condiciones locales de demanda se aproximan por la tasa de morosidad media en cada región (como media ponderada de la morosidad de las entidades financieras en esa región, utilizando las oficinas como factor de ponderación). La ecuación de regresión de panel también incluye efectos fijos. Con objeto de controlar el efecto de los períodos de crisis financiera se incluyen dos variables ficticias que toman el valor 1 para los períodos 1993-1995 y 2008-2012 y 0 en otro caso. La ecuación estimada queda definida como:

$$\begin{aligned} \text{CCRED}_{i,t} = & b \sum_k \text{OTREG}_{i,t}^k + \lambda \sum_k \text{OTREG}_{i,t}^k \cdot \text{MROT}_{i,t} + \gamma \text{CAPITZ}_{i,t} \\ & + d \text{TAM}_{i,t} + c \text{LERNER}_{i,t} + c \text{LERNER}_{i,t}^2 + m_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

donde $\text{CCRED}_{i,t}$ es el logaritmo del crecimiento del crédito en la región i y el período t ; $\sum_k \text{OTREG}_{i,t}^k$ es el sumatorio de la representatividad ponderada de las entidades financieras de la región i en otras regiones en el período t , siendo k el factor de ponderación. En este sentido, la variable OTREG muestra el grado en que las entidades financieras de la región i tienen contactos multimercado. $\text{MROT}_{i,t}$ es la morosidad media en otros mercados distintos al de la región i y entra en la ecuación interaccionando con la variable $\lambda \sum_k \text{OTREG}_{i,t}^k$, con objeto de capturar el impacto medio de la morosidad según la exposición a otros mercados. $\text{CAPITZ}_{i,t}$ es el nivel de solvencia medio (según ratio Tier 1) de las entidades financieras en el mercado i . $\text{TAM}_{i,t}$ es el tamaño del mercado i , aproximado por el volumen de depósitos en esa región. Asimismo, se incluye la variable LERNER, como indicador de competencia que mide la diferencia entre precios y costes marginales como porcentaje de los precios. La introducción de una medida de intensidad competitiva y poder de mercado se antoja fundamental en la medida en que el nivel de crédito, la morosidad y los contactos multimercado pueden verse afectados por la intensidad competitiva (Car-

bó y Rodríguez, 2007). Con objeto de recoger posibles efectos no lineales en esa intensidad competitiva, el índice de Lerner también se introduce elevado al cuadrado en la estimación, m_i recoge los efectos fijos y $\varepsilon_{i,t}$ es la perturbación estándar.

En la ecuación (1), el tamaño y signo del coeficiente λ en el término de interacción mide la existencia de un efecto medio de *spillover* (signo negativo, menos crédito en una región por efecto de mayor morosidad en otras) o de sustitución (signo positivo, más crédito en una región cuando hay más morosidad en otras). La variable *CAPITZ* se incluye como control de los colchones de solvencia medio con que las entidades financieras en cada región se enfrentan a la concesión de crédito y *TAM* se incluye para controlar la dispar dimensión de los mercados bancarios regionales en España. Con objeto de analizar hasta qué punto la intensidad competitiva puede tener un efecto en el cómputo de los efectos de *spillover* y sustitución, las estimaciones se realizan con y sin el índice de Lerner. Es preciso también señalar que para el cálculo del índice de Lerner es necesario aproximar una función de costes totales para estimar los costes marginales que sea suficientemente flexible para cada entidad financiera en cada región. El índice regional se construye como media ponderada (según el número de oficinas) del Lerner de los bancos de cada región. En particular, consideramos la siguiente función translogarítmica:

$$\begin{aligned}
 \ln TC = & \alpha_0 + \alpha_1 Q + \phi_1 t' + \frac{1}{2} \delta_{11} Q^2 + \frac{1}{2} \phi_1 [t']^2 + \eta_1 Q t' + \rho_{11} Q (\ln R_1) + \rho_{12} Q (\ln R_2) \\
 & + (-\rho_{11} - \rho_{12}) Q (\ln R_3) + \beta_1 \ln R_1 + \beta_2 \ln R_2 + (1 - \lambda_1 - \lambda_2) (\ln R_3) \\
 & + \frac{1}{2} [\gamma_{11} \ln R_1^2 + \gamma_{22} \ln R_2^2 + (\gamma_{11} + \gamma_{12}) + (\gamma_{12} + \gamma_{22}) \ln R_3^2] \\
 & + \gamma_{12} \ln R_1 (\ln R_2) + (-\gamma_{11} - \gamma_{12}) \ln R_1 (\ln R_3) + (\gamma_{12} - \gamma_{22}) \ln R_2 (\ln R_3) \\
 & + \mu_{1,t'} \ln R_1 + \mu_{2,t'} \ln R_2 + \mu_{3,t'} \ln R_3 + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

donde $\ln TC$ es el logaritmo de los costes totales, $\ln Q$ es el logaritmo del valor de los activos totales bancarios, $\ln R_d$ es el logaritmo de cada uno de los tres precios de los *input* (depósitos, trabajo y capital físico) y t es una variable de tendencia para capturar el progreso técnico a lo largo del tiempo.

3.2. Los resultados

Los resultados principales de la estimación se muestran en el cuadro nº 1. Estos resultados sugieren la existencia de un efecto *spillover*, que indica que a medida que aumenta la morosidad en determinadas regiones esto acaba por disminuir el nivel de crédito de otras en las que esa morosidad no ha aumentado o es más reducida. En particular, el coeficiente del término de interacción *OTREG X MROT* es negativo y significativo. Como aproximación alternativa de la calidad de demanda también se incluyó el nivel de desempleo regional, con resultados muy similares. Sin embargo,

Cuadro nº 1. ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO REGIONAL Y EL EFECTO SPILLOVER FRENTE AL EFECTO SUSTITUCIÓN

	(I)	(II)	(III)
OTREG	16,13** (0,001)	15,70** (0,001)	15,73** (0,001)
OTREG X MROT	-14,61** (0,002)	-14,26** (0,002)	-14,38** (0,002)
OTREG x CRISIS	-	-29,58** (0,001)	-29,12** (0,001)
OTREG X MROT X CRISIS	-	-31,16** (0,001)	-28,53** (0,001)
CAPITZ	-4,61* (0,013)	-3,98* (0,011)	-4,61* (0,011)
TAM	2,94** (0,003)	2,61** (0,002)	2,61** (0,002)
LERNER	-	-	-4,19** (0,001)
LERNER ²	-	-	1,83* (0,13)
Efectos fijos	SI	SI	SI
R ² ajustado	0,68	0,71	0,73
Número de observaciones	459	459	459

sí que se observa la existencia de una relación positiva y significativa entre la presencia de relaciones multimercado interregionales (*OTREG*) y el crecimiento del crédito, lo que indica que a medida que las entidades financieras tienen presencia en mercados más amplios –y en ausencia de *shocks* de morosidad- el crédito parece aumentar de forma más significativa debido a esos contactos multimercado. Los resultados mostrados en el cuadro nº 1 indican también que en los años de crisis financieras los efectos *spillover* son más intensos, como se refleja en el caso de Estados Unidos en las estimaciones de Berrospide *et al.* (2011). En cuanto al nivel de solvencia bancario medio regional, cuanto mayor es la presión por el lado de los requisitos del capital, menor tiende a ser el nivel de crédito. Por otro lado, el signo negativo y significativo del índice de Lerner sugiere que cuanto mayor es este índice (más poder de mercado y menos competencia) menor es el crecimiento del crédito, si bien

para valores elevados de este índice (como sugiere la variable LERNER²) la relación entre competencia y crédito podría volverse negativa en la medida en que podría inducir a los competidores a asumir mayor riesgo para conceder más crédito, lo que a la larga afecta negativamente a los balances y reduce el crédito a largo plazo.

En el cuadro nº 2 se replican las estimaciones del modelo base para el período 2009-2012, con objeto de analizar si el proceso de reestructuración bancaria emprendido en ese período –y su efecto sobre la presencia multimercado y circuitos internos de liquidez en España- ha podido variar en alguna medida ese efecto *spillover* de la morosidad bancaria en las regiones españolas. Los resultados indican que el efecto positivo del contacto multimercado (generación de circuitos internos de liquidez) es cuantitativamente mayor en ese período (26,61 frente a 16,13 del modelo base). Asimismo, estas estimaciones sugieren una atenuación de los efectos *spillover* en los años de la reestructuración bancaria lo que sugiere que, a pesar del racionamiento de crédito a corto plazo, la reestructuración bancaria podría tener a medio y largo plazo efectos positivos sobre la distribución regional del crédito a través de los circuitos internos de liquidez.

Cuadro nº 2. ESTIMACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO REGIONAL Y EL EFECTO SPILLOVER FRENTE AL EFECTO SUSTITUCIÓN EN EL PERÍODO 2009-2012

	(I)	(II)
OTREG	26,61** (0,001)	15,01** (0,001)
OTREG X MROT	-11,30** (0,001)	-13,96** (0,002)
CAPITZ	-6,19* (0,009)	-4,05* (0,011)
TAM	2,64** (0,002)	2,04** (0,002)
LERNER	-	-1,07** (0,001)
LERNER ²	-	0,89* (0,19)
Efectos fijos	SI	SI
R ² ajustado	0,64	0,66
Número de observaciones	108	108

4. CONCLUSIONES

En este artículo se analiza el impacto de la reestructuración bancaria en España sobre los llamados circuitos internos de liquidez. Estos circuitos vienen dados por los contactos multimercado que los bancos de una región tienen en otros territorios dentro del mismo país.

En el artículo se muestra que el proceso de reestructuración ha sido particularmente intenso en España entre 2009 y 2012 y ha sido especialmente agudo en la reducción de entidades –principalmente mediante fusiones– y oficinas, lo que ha llevado a aumentar el tamaño medio de las entidades principalmente implicadas, las cajas de ahorros, de 29.440 millones de euros en diciembre 2009 a 89.506 millones de euros en diciembre de 2012.

Esta reestructuración ha generado circuitos internos de capital más amplios cuyas consecuencias para la provisión de crédito sólo podrán evaluarse de forma clara cuando hayan pasado varios años desde la finalización de este proceso de reestructuración y con la concurrencia de condiciones macroeconómicas más favorables. En todo caso, en este artículo se ofrece evidencia preliminar que sugiere la existencia de un efecto *spillover*, que indica que a medida que aumenta la morosidad en determinadas regiones esto acaba por disminuir el nivel de crédito de otras en las que esa morosidad no ha aumentado o es más reducida. En todo caso, se observa la existencia de una relación positiva y significativa entre la presencia de relaciones multimercado interregionales (que favorecen los circuitos internos de capital) y el crecimiento del crédito. Asimismo, los resultados son indicativos de que en los años de crisis financieras los efectos *spillover* son más severos pero a largo plazo pueden ser atenuados por la existencia de más y mayores circuitos de liquidez generados en el proceso de reestructuración bancaria.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERROSPIDE, J. M.; BLACK, L. y KEETON, W. (2011): «The cross markets spillover of economic shocks through multi-market banks». Mimeo.
- CARBÓ, S. y RODRÍGUEZ, F. (2007): «Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea», *Estabilidad Financiera, Banco de España*, nº 13, noviembre, páginas 73-101.
- CETORELLI, N. y GOLDBERG, L. (2008): «Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis», NBER working Paper, 15974.
- POPOV, A. y UDELL, F. G. (2010): «Cross-Border Banking and the International Transmission of Financial Distress during the Crisis of 2007-2008». ECB Working Paper 1203. Disponible en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1203.pdf>
- SCHNABL P. (2012): «Financial Globalization and the Transmission of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market», *Journal of Finance* 67: 897-932.

Good banks and bad banks, centralised banks and local banks and economic growth

La interminable crisis bancaria ha puesto de manifiesto la importancia de la banca para el crecimiento económico. Mientras que el banco como creador de dinero es indispensable para el funcionamiento de la economía, el banco como prestamista de la empresa productiva es necesario para la actividad económica. Un pilar del debate político internacional es la necesidad de una reforma estructural bancaria que permita a los bancos desarrollar esas dos funciones más eficientemente. Por una parte, está la propuesta de separación de funciones entre la banca tradicional (depósitos y créditos) y las de aquella otra (banca de inversión) que ha expuesto al sistema mundial a un excesivo riesgo, esto es, distinguir entre una banca «buena» y otra «mala». A la vez, se da otro debate sobre los diferentes logros de la banca a gran escala concentrada en centros financieros y los de la banca a escala local o regional.

Bankuen krisialdi amaigabeak nabarmendu du zer garrantzitsuak diren bankuak hazkunde ekonomikoan. Batetik, ezinbesteko da bankuek dirua sortzea, ekonomiak funtzionatzeko, eta, bestetik, beharrezko da maileguak ematea ekoizpen-enpresei, jarduera ekonomikoari eusteko. Ildo horretan, nazioarteko eztabaidea politikoaren ardatz bat da bankuen egitura erreformatu beharra, bankuek eraginkortasun handiagoaz bete ahal izan ditzaten bi funtziok horiek. Proposamen bat da bankuen funtziok bereiztea: banku tradizionalak (gordailuak eta kredituak) eta inbertsio-bankuak bereiztea, inbertsio-bankuek gehiegizko arriskuan jarri baitute munduko sistema; alegia, banku «onak» eta banku «txarrak» bereiztea. Era berean, bada beste eztabaidea bat, finantza-zentroetan metatutako banku handien eta tokiko edo eskualdeko bankuen lorpenei buruzkoa.

The on-going banking crisis has demonstrated the significance of banking for economic growth. While banks as creators of money are important for the functioning of the economy, bank lending to productive enterprises is necessary for economic activity. Much of the international policy discussion supports the notion of reform of banking structure to allow banks to perform these two functions more effectively. On the one hand there is a discussion of separating traditional banking functions from those which exposed the system to excessive risk, i.e. separating ‘good’ banking from ‘bad’ banking. At the same time there has been discussion of the relative merits of large-scale banking concentrated in financial centres and smaller-scale local banking.

Victoria Chick
University College London

Sheila Dow
University of Stirling

Carlos J. Rodríguez-Fuentes
University of La Laguna

111

Table of contents —

1. Introduction
 2. Banks and economic growth
 3. The Spanish experience
 4. Conclusion
- References

Keywords: Economic development, Financial institutions and services, Monetary Policy.

JEL Codes: O16, E50.

1. INTRODUCTION

The future of banking is a critical matter for debate in Spain and in Europe more generally. The current fiscal crisis stemmed from the banking crisis which first became apparent in 2007 and which evolved into a financial crisis, a fiscal crisis and an economic crisis. The problems with banking were decades in the making (Chick, 2008) but the focus provided by the crisis gives us an unusual opportunity to address these problems. More important it gives us an opportunity to go back to first principles in order to consider what it is we want banks to do – what makes for a good bank? Only then do we consider below what went wrong and therefore what should now be done differently. This approach is a conscious attempt to counter the current tendency to design policy with a focus on minimising problems rather than considering in a constructive way the contribution we want banks to make to economic growth. Given the historical importance of a regionally-diverse banking structure in Spain, the discussion will focus particularly on the relative role of centralised and local banks in contributing to economic growth. We start the discussion at the general level before analysing the particular experience of Spanish banking.

2. BANKS AND ECONOMIC GROWTH

2.1. What makes for a good bank?

The function of a traditional retail bank which contributes to economic activity more generally and to economic growth in particular are the provision of a safe money asset and the creation of credit to finance capital investment. We can characterise banks as being functional if they perform these functions (Studart 1995). While these two functions support each other, we consider each in turn. The discussion is based on Chick's (1986) stages of banking development framework which sets out the logic of a successful process of banking development (see further Dow, 2012).

Capitalist societies could not function without money – the most safe, liquid asset. While money makes retail transactions logically easier, its importance lies more in providing a way of denominating contracts, particularly debt and labour contracts. Further, it is necessary to have a safe asset to hold in times of particularly high uncertainty. By far the bulk of money in modern societies (as a means of payment as well as a safe asset) consists of bank deposits.

The confidence in these deposits which make them suitable as money assets was built up over a long time. This confidence is necessary given that banks operate a fractional reserve system, such that there is never enough liquidity were there to be a bank run. Confidence was encouraged by banks handling their assets prudently. But individual banks may still face a liquidity problem if there was a system-wide loss of reserves (as with a balance of payments deficit). Central banks therefore took on the role of supplying banks with liquidity in such situations to prevent a crisis of confidence. As time went on, central banks took preventative action against crises by undertaking to supply liquidity as required – the lender-of-last-resort facility. In practice this has been the counterpart to the authorities supporting the official rate on the wholesale market, supplying liquidity when banks needed more. But as a *quid pro quo* for providing this facility, central banks have required retail banks to conform to regulations designed to ensure prudent behaviour and thus a reduced risk of crisis. Overall then the historical experience of retail banking was a mutual support relationship between the central banks and the retail banks whereby the latter would provide society's money with liquidity support from the central bank in exchange for restrictive regulation.

It was the emergence of the habit of treating bank deposits as money which allowed banks to create credit, ushering in the fractional reserve system. Confidence in the safety of bank deposits therefore allows banks to perform their other major function, which is to finance productive investment. Confidence in bank deposits in turn was reinforced by prudent lending practices, as well as central bank supervision. Banks built up their expertise in risk assessment, which further encouraged confidence. Once the lender-of-last-resort facility was introduced, bank

lending was no longer constrained by reserves; banks decided first on loan applications then borrowed more reserves as required. As a result both the volume of credit and the money supply became endogenous. Central banks could not control credit or money, only exert influence on them.

2.2. The emergence of bad banking

The retail banks began to chafe under the restrictions of their regulation compared to other types of financial institution, forgetting the privilege they enjoyed in being able to create credit. They successfully lobbied for deregulation from the 1970s to allow them to compete in a wider range of markets. Already freed from reserve constraints they were able to expand credit dramatically in the 1970s, much of it to finance speculation rather than productive investment as they fought over market share, and beginning to rely increasingly on wholesale funding. This process was accelerated in the EU by the pursuit of a single financial market in the name of increased efficiency (Cecchini, 1988). When the authorities tried to rein in the ensuing credit explosion in by introducing capital adequacy requirements from the 1980s, the banks responded by securitising debt and seeking profit opportunities in international derivatives markets rather than in loan contracts with their traditional customers. The excessive leveraging and wilful ignorance of risk led to the banking crisis which began in 2007 (see further Chick, 2008).

The banking system had moved a long way from the functionality expected of ‘good’ banks. The confidence which underpins a successful banking system has been severely threatened; the safety of bank deposits themselves has come into question. The authorities’ commitment to the lender-of-last-resort facility was uncertain at the onset of crisis, causing bank runs. Although the liquidity was ultimately forthcoming, the on-going policy discussion around making banks small enough to fail has continued to raise questions about the safety of bank assets. The initial proposal for all bank deposits in Cyprus to be taxed 10% added fuel to the fire. At the same time the continuing fiscal crisis in the Eurozone has meant that sovereign debt, which conventionally is treated as a safe liquid asset for banks to hold in addition to reserves, is itself no longer so safe. At least however there is now public awareness of deposit insurance which was largely absent before the crisis.

The banks are currently focussed on repairing their balance sheets; not only were they holding opaque structured products of uncertain value, but they were also holding bad debt they had issued themselves, particularly against overvalued real estate. Efforts to encourage growth by monetary policy have so far been largely ineffective since banks are wary about resuming lending. This has hit small and medium-sized firms particularly hard, since large firms typically are hoarding money balances until investment prospects improve. While banks can expect to back any increased lending with borrowed reserves in the normal way, some

authorities have been actively feeding liquidity into their economies through quantitative easing programmes, further adding to the pools of idle liquidity. The banks are not contributing to the economic recovery.

While recovery requires fiscal stimulus, monetary policy being relatively powerless in a recession, the question remains what kind of banking system we want for the longer run. Some smaller banks in different countries have been more functional than others in the crisis, but will face strong competition from the big banks once recovery gets underway. We consider now the question of whether efforts should be made to support local banks in order to improve the on-going contribution of banking to economic growth.

2.3. Does centralisation of banking contribute to good banking?

The conventional judgement up to the 1970s was that the optimal size of banks was medium-sized (see e.g. Guttentag, 1976). There were technical economies of scale such that efficiency rose with bank size, but this advantage tailed off at medium size. While banks until that time were predominantly retail banks, distinct from investment banks, their changing character from the 1970s increased the scope for economies of scale such that efficiency gains peaked at a much larger size. On the one hand, the increasing importance of IT systems required a substantial investment; particular spurs were the increasing incidence of online banking and the increasingly complex nature of bank assets. In addition, as banks increasingly sought funding from wholesale markets to support their growth aspirations, large banks enjoyed scale advantages in the cost and availability of such funding. It became increasingly hard for smaller banks to compete other than in niche markets (including localised markets).

The 1970s deregulation experience in Europe was given a particular impetus in the EU with the Single Banking License, which opened up competition, not only between markets in different products, but also between geographical markets. The initial flurry of competition however settled into a process of consolidation as mergers and acquisitions gathered pace. The EU was optimistic that the increase in efficiency resulting from banking consolidation would be in the general EU interest, although there was an unsubstantiated expectation that small local banks would eventually re-emerge (Commission of the European Communities 1990).

But the regional finance literature indicates concerns that this kind of centralisation of banking leads to economic centralisation (see e.g. Dow, 1993 and Dow and Rodríguez Fuentes, 2000).¹ Against the argument that large banks enjoy

¹ For further reading, see Dow (1987a, 1987b, 1992 and 1998), Faini *et al.* (1993), Greenwald *et al.* (1993), Samolyk (1994), Rodríguez Fuentes (1998), Rodríguez Fuentes and Dow (2003) and Usai and Vannini (2005).

economies of scale in risk assessment was set the argument that risk assessment remote from the local context suffers from knowledge shortfall to the detriment of potential borrowers. Even where large national banks have a wide branch network, the increasing use of credit-scoring techniques as a cost-saving measure further reduced the knowledge base. Just as the financial crisis arose from unrealistic confidence in financial markets' capacity to measure risk, so banks moved away from risk assessment by judgement to risk assessment by crude calculation. Further these calculations reflected the expectation of continuing stability in asset prices, such that mortgage lending for example did not take account of the possibility of a housing market collapse. The large banks felt confident in their ability to securitise assets in order to sell on undue risks, while at the same time taking on opaque risks packaged together in internationally-issued structured products.

Small, local 'good' banks on the other hand have a comparative advantage in assessing local risks. But even there, such assessment is vulnerable to systemic risk within the economy as a whole – even if it did not arise from the practices of these banks. Local banks are more vulnerable than large banks given their exposure to the real local economy and their higher costs in accessing funding above the deposit base. Some 'bad' local banks, particularly following the kind of demutualisation which occurred in the UK, attempted to compete with the big banks in increasing short-term profits and therefore engaged in similarly high-risk increases in leveraging. Either way, small banks were highly vulnerable to the crisis.

Where those banks which followed conservative strategies, maintaining relationships with the local community, managed to survive, they have attracted increased business due to the loss of confidence in the large banks. Traditionally it is the large banks which have been most effective in inspiring confidence, implying economies of scale in attracting and retaining deposits. The fact that large banks have survived for long periods and continued to grow inspired confidence in a self-reinforcing way. But in addition the expectation which emerged that such banks were too big to fail further reinforced that confidence. The failings of the big banks and the apparent determination of the authorities to change the structure of banking to facilitate bank failure has seriously undermined this confidence. The question now is what structure of banking will allow banks to be 'good' in the sense outlined above, of providing a safe money asset and financing productive capital investment.

3. THE SPANISH EXPERIENCE

Each economy's banking system has its own character and so has responded differently to the competitive and regulatory forces at work over the last few decades. We focus now on the experience of the Spanish banking system which has been coloured by the way in which its regional character changed over this period. We will

see that this experience is particularly relevant for discussing the functionality of banking and the relative merits of centralised and decentralised systems.

The extraordinary expansion of financial and banking activity in Spain from the mid eighties was for a long time identified as one of the underlying factors in the intense growth and development process of the Spanish economy. Higher levels of financial efficiency, banking development and financial and monetary stability were understood to have fuelled economic growth through the intense reduction in financial costs, interest rates, inflation and the increase in the amount of funds available to lend.

The financial development of the Spanish economy was driven by the deregulation process initiated in the late 1970s; a process that continued through the 1980s until its completion in the early 1990s. The liberalisation process radically changed the prevailing banking market structure of the 1960s and early 1970s. The so-called «banking status quo» of that period had been characterised by the complete absence of competition among banks, both from an internal and external point of view, and a strict control both of interest rates and the allocation of the financial resources (credit) channeled by the banking institutions². The first step in this gradual but irreversible process took place in 1974, when private banks were allowed to open new branches to compete with each other for deposits. The number of bank offices doubled between 1974 and 1984, from 15.311 to 31.876 offices respectively. But the expansion of bank offices continued, at a lower rate, in the 1980s and 1990s, for the number of offices increased by 26% between 1984 and 2004. However, the liberalisation in the opening of banks offices only increased competition between national banking institutions (private banks and savings banks), since external competition would not be a force until the mid nineties. The construction at that time of the financial counterpart of the European Single Market in the EU forced Spanish financial regulation³ to incorporate the principles of the Second Banking Directive.

The liberalisation of bank office opening was extended to savings banks in 1989, hence removing the legal and institutional restriction that had confined savings banks' financial activities to their home region (or province) to preserve their «local character». The expansion of savings banks nationwide from 1989 had twofold effects. On the one hand, it allowed savings banks to increase their deposit and credit market shares and so catch up with private banks. On the other hand it also meant the starting point in the weakening of the local/regional character that had

² See Martín Aceña (2005), Torrero Mañas (1982) and Malo de Molina and Martín Aceña (2011) for further details on the historical conformation of the Spanish financial system.

³ The formal or legal opening-up of the national market to foreign banks took place in 1978, but the conditions imposed on foreign banks were so restrictive that they could not compete with national banks for the domestic retail market until the 1990s, when the principles of the European Single Market for Financial Services were inevitably incorporated into Spanish banking regulation.

distinguished savings banks so far. Hence the percentage of these institutions that concentrated their activity in at least two regions went down from 97,4% in 1985 to 67,4% in 2001⁴. This was particularly true for the larger savings banks, which opted to expand nationwide, while medium-sized institutions mostly remained local or extended their activity only to the regions surrounding their market of origin.

Table 1. SPANISH BANKING SECTOR: SOME BASIC FACTS

	1985	2005	2012
Number of Institutions	364	269	258
Number of Branches	32.503	41.599	37.903
Concentration (C5)	30,1%	39,5%	n/a
Private Banks	40,1%	71,1%	71,4% *
Savings Banks	31,3%	42,0%	43,3% *
Loans per Branch (thousands euros)	2.838	27.590	40.546
Interest Margin	4,04%	1,29%	0,89%

* Year 2007.

Source: Maraval *et al.* (2009) and Bank of Spain Statistical Bulleting.

If we completely excluded from our analysis what has happened in the Spanish economy and financial sector from 2007 onwards, we might conclude that the financial deregulation and liberalisation process in Spain contributed positively to economic growth, since it helped the achievement of higher levels of competition and *financial efficiency* within the banking system, allowing banks to supply more and cheaper finance. Hence, the credit-per-office ratio increased by a factor of 15 between December 1994 and 2008, from 2,6 million euros in 1984 to 39,3 in 2008, and the same happened to the ratio of credit-per-employee, which increased by a factor of 19 during the same period (see table 1).

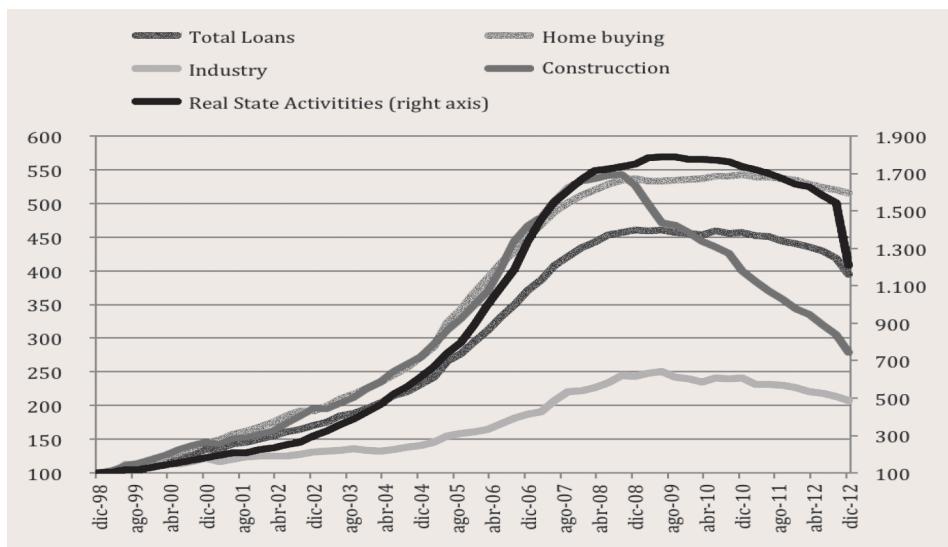
However, this positive assessment misses the point that financial deregulation also produced a strong increase in the degree of concentration within the Spanish banking system⁵, as well as an extraordinarily dense (in terms of bank offices) and costly banking infrastructure (compared to other European countries). The banking expansion

⁴ The percentage for those concentrated in one region went down from 90,8% in 1985 to 50,0% in 2001. For private banks the figures were 28,2% and 12,8%, respectively (Rodríguez Fuentes *et al.* 2004: 52-53).

⁵ When analyzing the evolution of concentration in the banking system, Maraval *et al.* (2009: 85-86) conclude that concentration decreased from early 1960s to mid 1980s, whereas from 1985 onwards this trend it is reverted and started to increase constantly, particularly.

almost doubled the average number of offices per bank between 1984 and 2008, from 86 offices to 160. The higher costs associated with a more dense bank network were probably offset by efficiency gains, but also by the existence of higher interest margins in the 1980s and early 1990s, which were four times those prevailing in 2012. But when margins started to go down in the nineties,⁶ bank profitability started to rely increasingly on two factors: the success of each financial institution in permanently increasing its market share, by expanding lending or exploring new products-markets, as well as the access to unlimited and cheaper funding resources in international markets. These two conditions did not last for ever, as the financial crisis clearly revealed for Spain. Hence, from 2008 there is a strong contraction in bank loans (graph 1) as well as a sharp decline in the funding that Spanish banks had been getting from the rest of the world, producing a quick deterioration in banks' performance ratios.⁷

Graph 1. BANK' LOANS EXPANSION IN SPAIN (Index, 1998:IV = 100)



Source: Bank of Spain Statistical Bulletin. Own calculations.

⁶ On average, interest margins for the deposit institution were at 4% during the period 1984-1992, then went down to 2% for the period 1993-2005, until they finally reached the 1%, which is proximately its current level (1,17% for the period 2006:3 to 2014:12).

⁷ According to the Financial Accounts published by the Bank of Spain, the Spanish financial institutions obtained almost 5.000 million of Euros in loans from the Rest of the World between 2005 and 2007 (approximately 1.700 million euros per year, which represented 25% of the outstanding amount of loans provided by the Rest of the World and 0,5% of Spanish GDP), whereas for the period 2008- 2012 there is a negative flow of 6.000 million euros (a reduction of around 1,2 million euros per year, equivalent to 30% of the stock of loans from the Rest of the world and 0,6% of Spanish GDP).

Table 2. BANK LOANS EXPANSION (1998-2008) AND CONTRACTION (2009-2012)

	Total Loans	Home purchase	Agriculture	Industry	Construction	Real state
Average annual rate of growth (%)						
1998-2008	16,49%	18,29%	9,84%	9,27%	18,07%	33,16%
1998-2004	14,96%	18,19%	9,88%	5,75%	18,13%	35,38%
2004-2008	18,83%	18,45%	9,79%	14,78%	17,99%	29,91%
2008-2012	-3,81%	-1,02%	-6,21%	-3,92%	-14,67%	-8,84%
Increase 2004-2008	1.404.963	526.173	15.765	85.105	118.261	295.377
Increase 2009-2012	-253.943	-22.221	-3.997	-24.478	-60.851	-102.543
		8,8%	1,6%	9,6%	24,0%	40,4%
Share (%)						
1998		30,9%	2,6%	15,3%	7,1%	4,6%
2004		35,8%	2,1%	10,0%	8,2%	10,6%
2012		40,4%	1,3%	8,0%	5,0%	14,1%

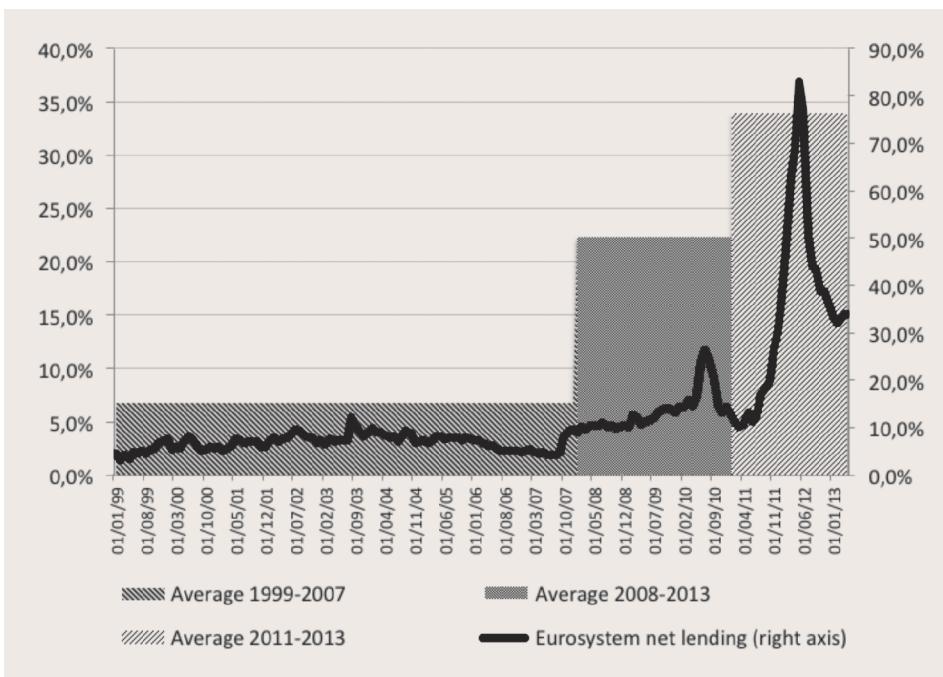
Source: Bank of Spain Statistical Bulletin. Own calculations.

119

Consequently, to some extent the financial deregulation and liberalisation process in Spain also contributed to the increasing vulnerability of the whole financial and banking system as well as to the progressive deterioration of its «functionality», for it pushed banks to allocate «too much» funds and loans to the development of activities with very limited effects on potential economic growth and global competitiveness. In this sense, it is remarkable that from 1998 to 2008 bank credit grew at an annual average rate of 15%, whereas credit for real state activities grew at a rate of 35,4%. In the same line of reasoning, during the same period credit to the construction sector and households' loans for house-purchase or rehabilitation grew at an annual rate of 18,1 and 18,2 respectively. Almost 60% of the increase in bank loans between 2004 and 2008 is attributed to home purchase and real estate activities loans increase. However, these two activities also concentrate the contraction in bank credit since 2009 (9% for home purchase and 40% in real state). Despite the contraction from 2009 onwards, the outstanding amount of bank loans for home purchase and real estate activities in 2012 accounted for the 54% of total bank loans, and this explains a great deal in the deterioration of banks' performance ratios since these two activities (construction and real estate) more than double the global default rate for loans (see graph 2).

But it would be misleading to conclude, as has been asserted many times, that the extraordinary expansion of credit in Spain was caused by a regulatory failure which allowed «bad banks» to grow well beyond their limits. The credit boom was the result of an extraordinary low level of bank liquidity preference combined with a strong demand for credit, in a context where international markets providing liquidity on very favourable terms. So the credit boom was not really a market failure but, as Minsky (1982) pointed out, the result of the market interplay between supply (the motivation of financial intermediaries to increase their market share) and demand (economic agents that asked for finance to increase activity in speculative markets). The boom increased the financial vulnerability of the system, since the «continuity» of the expansion of credit depended on the fulfilment of the borrowers' expectations on investment returns and the ability of banks to keep credit expansion going. But the credit boom also deteriorated the functionality of the banking system, since it did not contribute to improving the potential growth of the Spanish economy.

Graph 2. EUROSYSTEM NET LENDING TO SPAIN (in %)

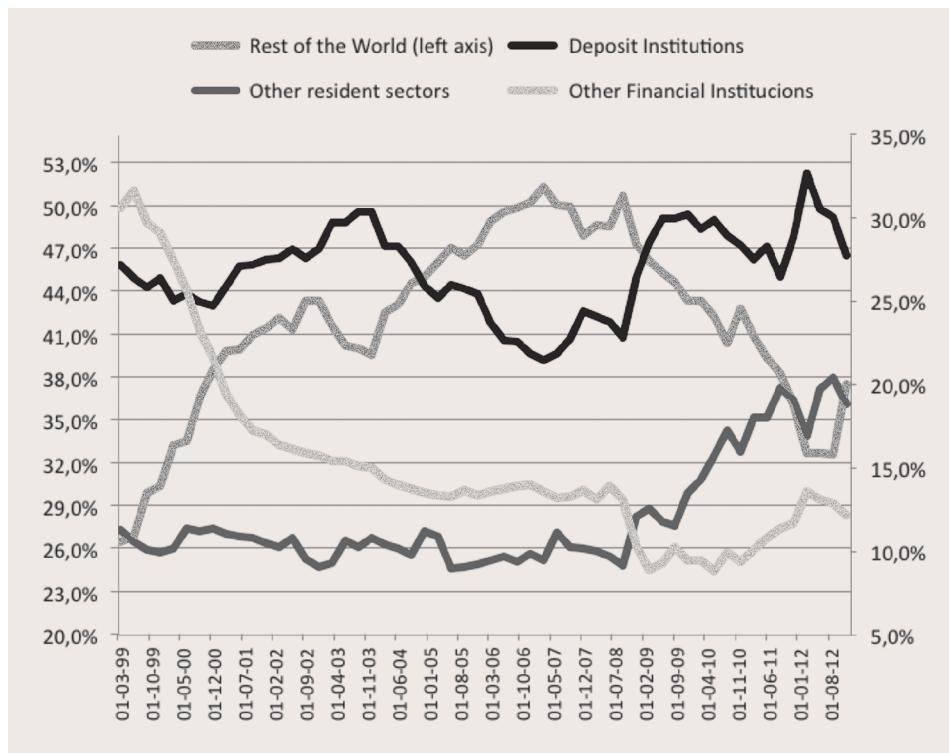


Source: Bank of Spain Statistical Bulletin.

The credit boom came to its end when the international scenario changed radically in 2008, and the international financial crisis originated a «liquidity problem» for the Spanish banking system (due to the sudden and unexpected interruption of the financial inflows coming from the international markets). This problem caused

the functionality of the banking system to deteriorate in an even more serious way for the overall functioning of the economy. It raised the possibility of bank failure, threatening confidence in bank deposits as the main form of money. The Spanish banks managed to address the liquidity problem thanks to the funds provided through the eurosystem. During the period 1999-2007 the amount of net loans granted by the eurosystem to the Spanish banks accounted for the 6,7% of the funds provided to the whole system. Since 2008 this percentage has increased constantly (see Graph 2), and reached the 34% on average for the period 2011-2013 (29% for 2010-13, and 22% for 2008-2013).

Graph 3. SPAIN DEBT (ACCORDING TO THE EXCESSIVE DEFICIT PROCEDURE)

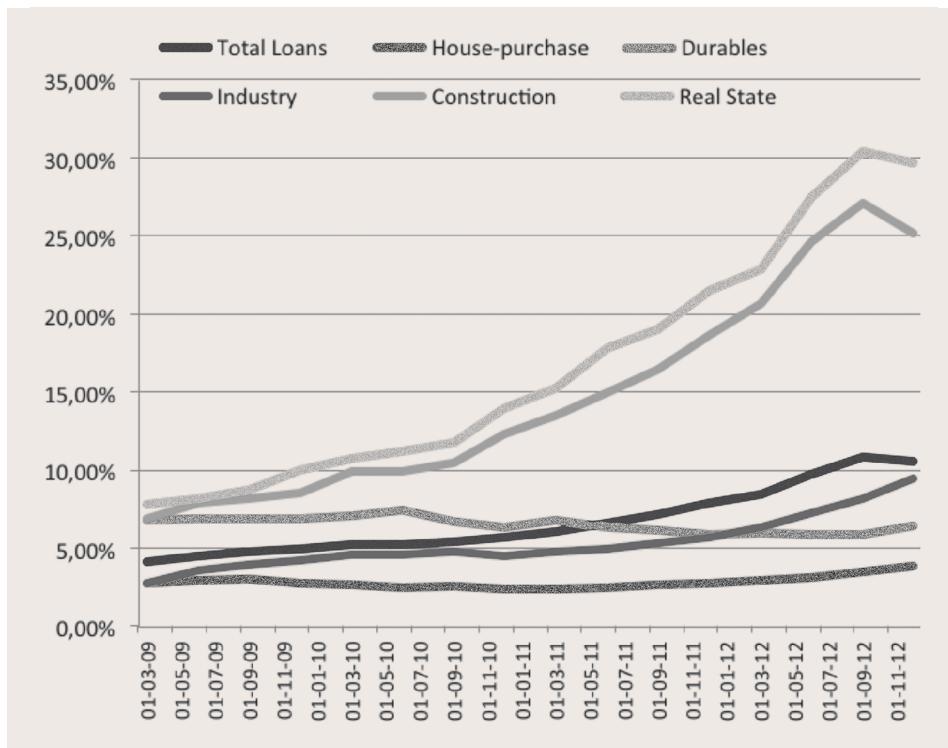


Source: Bank of Spain Statistical Bulletin. Own calculations.

The liquidity problem was later aggravated by a «solvency problem» caused by the intense deterioration of economic activity in Spain and the rise in loan default rates, particularly in the real estate and construction sectors whose default rates reached 25,2 and 29,7%, respectively, in 2012, whereas the global default rate for loans was 9,1% (see Graph 4). The resulting concern over the safety of bank deposits re-

duced the functionality of banking as the provider of society's money, since banks have displayed a sort of «defensive financial behaviour» (see Dow, 1992) by reducing the supply of credit for productive purposes and diverted their funds towards public assets from 2008 onwards (contrary to what foreign investors and other financial institutions have been doing since then).

Graph 4. LOAN DEFAULT RATES (%) IN SPAIN



Source: Bank of Spain Statistical Bulletin. Own calculations.

The extraordinary deterioration of Spanish banking solvency, finally, forced the government to intervene by conducting a complete restructuring of the sector with the aim of restoring its solvency and the flow of credit. But although the recession deteriorated bank solvency globally, it is interesting to point out that it also affected each group of institutions differently (Maraval *et al.*, 2009: 241-253). Whereas the recession had in principle a stronger effect on savings banks' performance, the deterioration was stronger particularly within the bigger-size group of savings banks, which corresponds with the group that adopted a more expansionary strategy during the upturn (to emulate bigger private commercial banks). Interestingly, the private bank group experienced just the reverse effect: the recession affected smaller

commercial banks more strongly. So for the Spanish case it seems difficult to extract a sharp conclusion on the relationship between size and banking robustness ... since the relationship is pretty much influenced by the commercial strategy followed by every institution. So it might be misleading to think that further consolidation within the banking system will automatically lead to higher banking robustness in the future, for the Spanish experience shows that *being big* is important, but *behaving well* (and reasonably) also matters in banking.

The restructuring process of the Spanish banking sector has been justified by the urgent need to get a better banking system to contribute to economic recovery. But the process seems to be exclusively focussed on restoring bank solvency; actually there has been very little discussion of which kind of financial and banking structure might serve best the economic restructuring and development in Spain. It seems that everything is being left to the expectation (or wishful thinking) that once the international financial turmoil and the consolidation in banking in Spain is completed, the flow of credit will be restored automatically and so also the path to economic growth. However, we should question whether the reversal of the priorities would have *better* and more valuable economic and social outcomes, that is to say, whether we should *first* drive policy action to pursue the objective of functional efficiency in the first place and leave the financial efficiency goal on a secondary level from a temporal point of view. Our recent financial experience shows that an apparently sound banking system is a necessary but not sufficient condition to guarantee sound and sustained economic growth, since we now know that the sound Spanish banking of the nineties played an important role in the distortion of the Spanish growth model from 1995 to 2007 and to the increase in the financial fragility of the financial system. Our recent experience has shown that the relevant issue is not an «either/or» choice between efficient and functional banking, but to find out the best combination between both elements (efficiency and functionality) according to the economic and institutional circumstances.

But the fact is that, although the ongoing restructuring process has already changed radically the prevailing structure of the banking sector,⁸ it has been completely ineffective in restoring the flow of credit for economic activity. Whereas bank credit grew at an annual rate of 4% during 1998-2008, from 2008 it has gone down at an annual rate of 1% from 2008 to 2012.⁹ Some economists suggest that this credit crunch will not necessarily impede growth, since credit-less recoveries are not rare events at all (Bijsterbosch and Dahhaus, 2011; Abiad *et al.*, 2011; and Coricelli and Roland, 2011). However, the critical issue here is to ask whether it is a fea-

⁸ The restructuring process has meant, so far, an important reduction in the number of institutions (30 deposit institutions). See IMF (2013) for further details on this issue.

⁹ The credit contraction has been much more intense in some particular sectors, such as the construction and real estate sectors, with an annual rate of growth of -3,9 and -2,3%, respectively.

sible assumption to expect economic recovery to take place without activating the flow of credit, particularly in Spain, where credit is not only the main funding source but there is a majority of small and medium enterprises. Maybe the «credit-less recovery» is simply a new misleading term whose meaning needs some explanation; or maybe it is simply another slogan to avoid explicitly acknowledging that the policy priority is to restore banks' solvency first ("financial efficiency") with the expectation that this will lead us to the recovery of the economy as well, but later and subject to this temporal ordering.

Another crucial missing point in the current discussion on banking restructuring in Spain concerns the consequences of centralisation and increased banking concentration for regional growth and social cohesion. And this is an important issue because current bank restructuring in Spain has meant the complete removal of the regional segment within the banking sector, and there is evidence supporting the argument that regional banks have contributed to the availability of credit in the less developed regions (Rodríguez Fuentes, 1997 and 1998; Romero Sánchez, 1997; and García Ruiz, 2007) and that spatial segmentation in financial systems does not necessarily produce inefficiency (Williams and Gardener, 2003). Obviously, some authors might conventionally argue that what *really matters* now is to have *efficient banks* and that, once such an objective is achieved, stronger financial efficiency will automatically guarantee the provision of credit everywhere it is needed. But this argument does not explicitly address the question of what (or how) the banking system could (should) do to promote, not only economic growth, but also higher economic and social cohesion; these should be the priorities for the economic policy in Spain considering the huge regional differences in terms of potential growth and unemployment rates. The conventional argument does not address the critical question of whether higher levels of concentration and centralisation in the banking sector may exacerbate credit cycles in remoter areas,¹⁰ reinforcing the cyclical inherent instability of the market system.

4. CONCLUSION

We have put the emphasis of our discussion on the two general positive roles we want banks to perform: providing a safe money asset and creating credit to promote growth.

We saw how changes in competition in European banking and the liberalisation of bank regulation threatened that functionality in Spain, as elsewhere. This has be-

¹⁰ During economic booms, centralisation in banking might facilitate credit and funding in remoter areas, but this can be abruptly reversed in periods of recessions, when uncertainty and high liquidity preference increases. So it might well happen that higher centralization and consolidation in banking end by intensifying the «pro-cyclicality» of credit in remoter economies.

come particularly apparent as a result of the crisis. Banks faced liquidity and then solvency problems which were resolved by emergency central bank action which, together with increased public understanding of deposit insurance, restored confidence in banks for the time being. But, having diverted credit creation to the financial and housing sectors during the boom, banks remain reluctant to expand lending to non-financial business.

We saw that the crisis was preceded by a process of concentration in Spanish banking, with a particular effect of reducing the regional character of the banking system. But there is a substantial literature which supports the view that small regional banks are well suited to providing credit to small and medium-sized local enterprise. Their knowledge of the local economy and local borrowers in particular is generally stronger than large centralised banks. The policy emphasis on bank efficiency as being the best indicator of capacity to promote growth therefore misses the important dimension of the regional distribution of credit. The more centralised the banking system, the weaker and more volatile the supply of credit to regions away from the financial sector due to the relatively weak knowledge base. Not only does the resulting regional distortion of economic activity damage the whole economy's growth prospects, but it also threatens social cohesion. In other words it threatens the functionality of the banking system. The efficiency criterion should therefore be understood in terms of efficient functionality. This requires attention to the regional composition of the banking system.

REFERENCES

- ABIAD, A., DELL'ARICCIA, G. and LI, B. (2011): «Creditless recoveries, Working Paper 11/58, IMF.
- BIJSTERBOSCH, M. and DAHHAUS, T. (2011): «Determinants of Credit-less Recoveries», ECB Working Paper Series, nº 358, june.
- CECCHINI, P. (1988): *The European Challenge 1992: the Benefits of a Single Market*. Wildwood House: Aldershot.
- CHICK, V. (1986/1992): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Sociétés*, serie *Monnaie et Production* no. 3: 111-26. [reprinted in ARESTIS, P. and DOW, S. C. (eds.): *On Money, Method and Keynes*. Macmillan: London]
- (2008): «Could the Crisis at Northern Rock have been Predicted?: An Evolutionary Approach», *Contributions to Political Economy*, 27 (1): 115-124.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990): «One market, one money: An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union», *European Economy*, 44 (October).
- CORICELLI, F. and ROLAND, I. (2011): «How do credit conditions shape economic recoveries?», Discussion Paper 8325, CEPR.
- DOW, S. C. (1987a): «Money and regional development», *Studies in Political Economy*, 23(2): 73-94.
- 1987b: «The treatment of money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, 27(1): 13-24.
- 1992: «The regional financial sector: a Scottish case study», *Regional Studies*, 26(7): 619-631.
- 1993: «European Monetary Integration and the Distribution of Credit Availability», in CORBRIDGE, S., MARTIN, R. and THRIFT, N. (eds.): *Money, Power and Space*. Blackwell: Oxford.
- 1998: «Knowledge, information and credit creation», in ROTHEIM, R. J. (ed.) *New Keynesian economics / Post Keynesian alternatives*, London: Routledge.
- 2012: ·What are Banks and Bank Regulation For? A Consideration of the Foundations for Reform», *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 9 (1): 39-56.
- DOW, S. C. and RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. (2000): «Integración monetaria y estructura financiera. Implicaciones para los mercados regionales de crédito», *Información Comercial Española*, 785: 133-145.
- FAINI, R., GALLI, G. and GIANNINI, C. (1993): «Finance and development: the case of Southern Italy», in GIOVANNINI, A. (ed.) *Finance and development: issues and experience*, Cambridge: Cambridge University Press.
- GARCÍA RUIZ, J. L. (2007): «Nuevos datos sobre flujos regionales de la banca española en el siglo XX», *Revista de Historia Industrial*, 35: 115-140.
- GREENWALD, B. C., LEVINSON, A. and STIGLITZ, J. E. (1993): «Capital market imperfections and regional economic development», in GIOVANNINI, A. (ed.) *Finance and development: issues and experience*, Cambridge: Cambridge University Press.
- GUTTENTAG, J. M. (1976): «Branch Banking: A Summary of the Issues and the Evidence», in *Comendium of Issues Relating to Branching by Financial Institutions*, US Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcommittee on Financial Institutions. Washington, DC, October.
- IMF (2013): *Spain: Financial Sector Reform - Third Progress Report*, International Monetary Fund, Washington.
- MALO DE MOLINA, J. L. y MARTÍN ACEÑA, P. (eds.) (2011): *Un siglo de historia del sistema financiero español*. Alianza Editorial: Madrid.
- MARAVAL, F.; GLAVÁN, S. y AFI (2009): *Eficiencia y concentración del sistema financiero español*, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid.
- MARTÍN ACEÑA, P. (2005): «La conformación histórica de la industria bancaria española», Colección Mediterráneo Económico, nº 8,

- Instituto de Estudios Socioeconómicos de CajaMáster.
- MINSKY, H. P. (1982): *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton: Wheatsheaf.
- RODRÍGUEZ FUENTES, Carlos J. (1997): «El papel del sistema bancario en el desarrollo regional. ¿Reparto o creación de crédito?», *Revista de Estudios Regionales*, 47: 117-39.
- (1998): «Credit availability and regional development», *Papers in Regional Science*, 77(1): 63-75.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. and DOW, S. C. (2003): «EMU and the regional impact of monetary policy», *Regional Studies*, 37(9): 973-984.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J.; PADRÓN MARRERO, D. y OLIVERA HERRERA, A. (2004): «Integración monetaria y segmentación regional de mercados bancarios», *Revista de Estudios Regionales*, 70: 41-61.
- ROMERO SÁNCHEZ, C. (1997): «La reorganización territorial de la banca en España (1985-1995)», *Boletín de la AGE*, 24: 107-125.
- SAMOLYK, K.A. (1994): «Banking Conditions and Regional Economic Performance. Evidence of a Regional Credit Channel», *Journal of Monetary Economics*, 34: 259-78.
- STUDART, R. (1995): «The efficiency of financial systems, liberalization and economic development», *Journal of Post Keynesian Economics*, 18: 269-292.
- TORRERO MAÑAS, A. (1982): *Tendencias del sistema financiero español*. H. Blume: Barcelona.
- USAI, S. and VANNINI, M. (2005): «Banking Structure and regional economic growth: lessons from Italy», *The Annals of Regional Science*, 39(4): 691-714.
- WILLIAMS, J. and GARDENER, E. P. M. (2003): «The efficiency of European Regional Banking», *Regional Studies*, 37(4): 321-330.

La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones

España e Irlanda son los dos países más paradigmáticos en cuanto al proceso de autoalimentación mutua entre la crisis bancaria y la de deuda soberana. Ese proceso se inicia con la constatación de unos sistemas bancarios muy debilitados y necesitados de reforzamiento desde el sector público. El apoyo del sector público, tanto explícito como implícito, deteriora la calidad crediticia de éste, que acuciado por los mercados se ve obligado a asumir políticas de austeridad que agravan todavía más la recesión, y el deterioro de los bancos. Estos, a su vez, dejan de cumplir la función de financiación a la economía, añadiendo un nuevo eslabón a la cadena de interdependencias, que será tanto más intensa cuanto mayor sea el peso de los bancos en el sistema financiero.

Espainia eta Irlanda dira banku-krisiak eta zor subiranoak elkar elikatzen dutenaren adibiderik garbienak. Prozesu hori banku-sistemak oso ahuldua daudela eta sektore publikoak sendotu behar dituela egiaztatzean hasten da. Sektore publikoaren babes, esplizitu zein inplizitu, horrek kreditu-kalitatea higatzen du, eta, ondorioz, merkatuek hori are gehiago hertsatzen dute; horregatik, austeritate-politikak hartu behar ditu, atzeraldia larrituta, eta ondorioz are gehiago okertzen da bankuen balantzea. Horiek, bestalde, ekonomia finantzatzeko eginkizuna betetzeari uzten diote, interdependentziaren kateari beste maila bat gehituta; gainera, bankuek finantza-sisteman zenbat eta garrantzi handiagoa izan, orduan eta indartsuagoa izango da hura.

Ireland and Spain are among the countries where most intense has been the bank-debt vicious circle. Banks were at the forefront of crisis, as a consequence of weak balances, and exposure to real estate. Public support for banks, as well as other expansionary programs, drove public finances to unsustainable levels. Markets penalized indebted countries and forced austerity measures which aggravated economic growth and bank balance sheets. Banks themselves failed to supply credit to the economy, squaring a circle that is the most dangerous the highest is banking weight in financial markets.

Índice

1. Introducción
2. Los estados que rescatan a bancos... y asumen más deuda
3. Los bancos que financian a estados... y asumen más riesgos
4. Las políticas de austeridad que agudizan la recesión... y el deterioro de los balances bancarios
5. Los bancos que no dan crédito... y frenan la recuperación
6. La necesidad de romper el círculo vicioso

Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis bancaria, crisis económica, deuda pública, estabilidad financiera, unión monetaria.

Keywords: banking crisis, economic crisis, public debt, financial stability, monetary union.

Nº de clasificación JEL: E44, E58, F33, G21, H63.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la deuda soberana en varios países de la eurozona durante los dos o tres últimos años, ha puesto de manifiesto un peligroso proceso de autoalimentación entre la credibilidad y solvencia de la deuda pública, y la de los sistemas bancarios de los diferentes países. Dicho proceso constata la extraordinaria influencia mutua entre Estados y sistema bancario, bajo un modelo de intermediación financiera que descansa en una percepción de «malla de seguridad» pública que, llevada a extremos, puede desembocar en su propia autodestrucción.

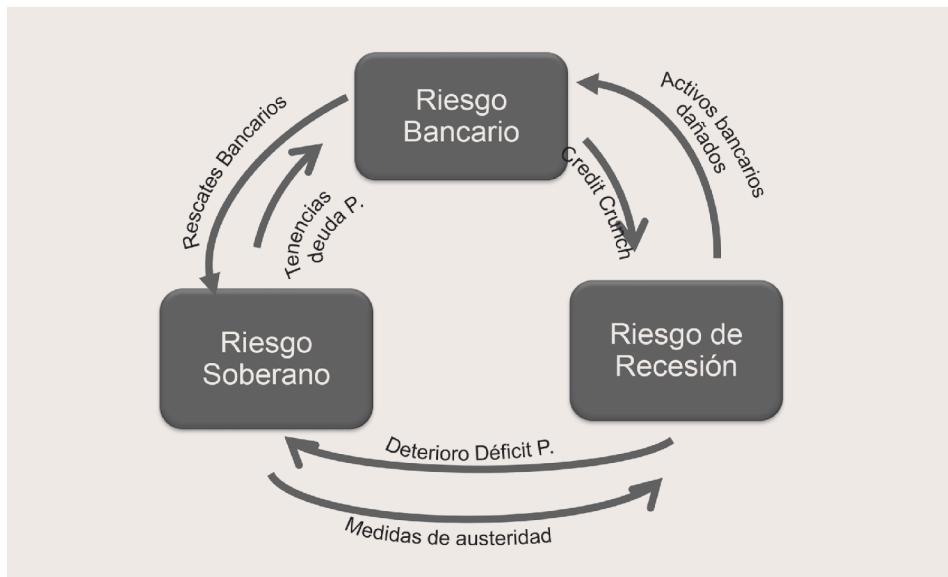
Ese círculo vicioso está implícito en lo que la literatura sobre economía financiera ha denominado «riesgo moral» (*moral hazard*) desde hace más de medio siglo, y que ha sido objeto de numerosos análisis empíricos sobre las crisis bancarias, su magnitud, duración y efectos sobre la estabilidad y el crecimiento. Pero nunca antes la magnitud de los riesgos en una crisis bancaria había sido de tal calibre como para poner en peligro, con la generalidad con la que está aconteciendo, la propia solvencia de los Estados, de tal manera que su capacidad de garantizar la estabilidad finan-

ciera se ve también cuestionada. Y, con ello, la capacidad de los sistemas bancarios para recuperar su normal funcionamiento, y garantizar el necesario flujo financiero hacia los sectores productivos.

No debe extrañar, por tanto, que las medidas de política económica que se adopten, tanto a nivel nacional como europeo, deben combinar en paralelo elementos de credibilidad sobre las finanzas públicas con otras de racionalización de los sistemas bancarios y de estímulos para que normalicen su función de concesión de crédito a la economía.

Esa necesidad de actuación en el doble ámbito «deuda pública / bancos» es si cabe mucho más perentoria en los países del euro por dos motivos. En primer lugar, por las dificultades de gobernanza económica en un área integrada monetariamente, pero no fiscalmente. En segundo, por la elevada bancarización del área euro, donde el canal crediticio bancario representa casi las tres cuartas partes de los flujos financieros en la economía, cuando en Estados Unidos escasamente supera la cuarta parte.

Gráfico nº 1. RIESGO BANCARIO, SOBERANO Y DE RECESIÓN



Fuente: AFI.

Sobre dichas bases, el artículo comienza con un análisis de los antecedentes que, desde el inicio de la crisis, han provocado un fuerte deterioro de las finanzas públicas en la mayoría de países, en gran medida como consecuencia de los apoyos públicos que, directa o indirectamente, ha habido que conceder a los sistemas bancarios. En segundo lugar, analizamos cómo una austeridad excesiva, en gran medida inducida por los mercados a través de su castigo a los bonos públicos, incorpora un elemento de autoalimentación (multiplicadores fiscales cercanos, o incluso superiores,

a la unidad) que agrava la crisis económica, y con ello el deterioro de los activos bancarios. Las entidades bancarias, a su vez, dejan de cumplir su cometido básico de suministro de financiación a la economía, cerrando un triple círculo vicioso (ver gráfico nº 1) tanto más dañino cuanto mayor es el peso de los bancos en los sistemas financieros; y sin duda la economía española es, en este contexto, una de las más perjudicadas por su gran peso bancario en su economía.

2. LOS ESTADOS QUE RESCATAN A BANCOS... Y ASUMEN MÁS DEUDA

Aunque los primeros síntomas de la crisis financiera cabe ubicarlos en agosto de 2007, y en los problemas financieros que afloraban en varias entidades hipotecarias estadounidenses, lo cierto es que el verdadero desencadenante tiene lugar en septiembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers (LB). Mucho se ha hablado desde entonces sobre el acierto de una decisión por la Reserva Federal (la de permitir la quiebra de una de las mayores entidades del sistema), que pretendía romper con la percepción generalizada de que nunca se permitiría la quiebra de una entidad sistemática. Lejos de contribuir a eliminar el riesgo moral implícito en dicha percepción, la quiebra de LB fue interpretada en clave de que ningún banco estaba a salvo.

Dicho evento, y en particular la percepción de que ya no había bancos suficientemente importantes para que no se les dejara quebrar y liquidar (el conocido «*too big to fail*») generó una pérdida de confianza en todos los sistemas bancarios, con retiradas masivas de depósitos, que apenas discriminaban entre bancos, ni por tamaño ni por indicadores de solvencia, convirtiéndose en una crisis de confianza sistemática, ante la cual los Estados se vieron obligados a intervenir de forma generalizada con múltiples instrumentos de apoyo, en un intento de restaurar la confianza en el sistema bancario. Sin duda, el más contundente fue una intensa elevación de la garantía de los depositantes (en algunos países esa garantía se concedió con carácter ilimitado; en el español se quintuplicó la cobertura máxima existente hasta entonces). Junto a ello, se inyectaron enormes sumas de capital, se llevaron a cabo programas de compra de activos dañados y, sobre todo, se aprobaron enormes programas de garantías en emisiones de entidades financieras.

Dada la magnitud de los sistemas bancarios en relación al PIB (en una sección posterior volveremos sobre ello), la restauración de la confianza en los mismos exigía una actuación muy contundente en términos de los apoyos, explícitos o implícitos, a comprometer por parte de los gobiernos, con un cierto componente de «órdago»: los apoyos comprometidos debían ser de tal magnitud que transmitiesen a los mercados y a la sociedad la sensación de absoluta seguridad del sistema bancario, y que fruto de ella no sea necesaria la utilización efectiva de los apoyos. El problema con actuaciones de ese tenor es que, si no se consigue transmitir la credibilidad suficiente, el compromiso asumido puede ser excesivo, y arrastrar a la propia solvencia de los Tesoros correspondientes.

Cuadro nº 1. AYUDAS APROBADAS POR PAÍSES A SUS SISTEMAS BANCARIOS

Estado Miembro	Ayudas Recapitalización		Garantías		Intervención sobre activos tóxicos		Medidas de liquidez		Total para 2008-2011	
	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011
Bélgica	20,40	5,5	303,95	82,5	28,22	7,7	0,0	0,0	352,57	95,7
Bulgaria	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rep. Checa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dinamarca	14,03	5,9	580,0	242,4	0,0	0,0	6,08	2,5	600,11	250,8
Alemania	113,68	4,4	455,85	17,7	65,4	2,5	9,50	0,4	644,43	25,1
Estonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	90,61	57,9	386,0	246,7	54,00	34,5	40,73	26,0	571,34	365,2
Grecia	15,47	7,2	85,0	39,5	0,0	0,0	8,0	3,7	108,47	50,4
España	101,10	9,4	201,15	18,7	2,86	0,3	31,85	3,0	336,96	31,4
Francia	26,65	1,3	336,15	16,8	4,70	0,2	0,0	0,0	367,50	18,4
Italia	20,0	1,3	80,0	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	6,3
Chipre	0,0	0,0	3,0	16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	16,9
Letonia	0,83	4,1	5,15	25,7	0,54	2,7	2,26	11,3	8,78	43,8
Lituania	0,58	1,9	0,29	0,9	0,58	1,9	0,0	0,0	1,45	4,7
Luxemburgo	2,50	5,8	5,80	13,5	0,0	0,0	0,32	0,7	8,62	20,1
Hungría	1,07	1,1	5,35	5,3	0,04	0,0	3,87	3,9	10,33	10,3
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Países Bajos	37,64	6,3	200,0	33,2	22,79	3,8	52,90	8,8	313,33	52,0
Austria	15,65	5,2	75,20	25,0	0,40	0,1	0,0	0,0	91,25	30,3
Polonia	4,62	1,2	4,62	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	9,24	2,5
Portugal	12,0	7,0	35,45	20,7	0,0	0,0	0,0	0,0	47,45	27,8
Rumanía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eslovenia	0,25	0,7	12,0	33,7	0,0	0,0	0,0	0,0	12,25	34,4
Eslovaquia	0,66	1,0	2,80	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	3,46	5,0
Finlandia	4,0	2,1	50,0	26,4	0,0	0,0	0,0	0,0	54,0	28,5
Suecia	5,03	1,3	156,0	40,3	0,0	0,0	0,52	0,1	161,56	41,8
Reino Unido	114,61	6,6	435,71	24,9	248,05	14,2	51,93	3,0	850,30	48,7
UE-27	601,39	4,8	3419,47	27,1	427,58	3,4	207,96	1,6	4656,41	36,9

Fuente: Comisión Europea. Commission staff working paper. Otoño 2012.
http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_working_paper_en.pdf

Cuadro nº 2. LAS AYUDAS A LA BANCA EFECTIVAMENTE UTILIZADAS POR PAÍSES (2008-2011)

Estado Miembro	Ayudas Recapitalización		Garantías		Intervención sobre activos tóxicos		Medidas de liquidez distintas de garantías		2008-2011	
	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011	billones de €	% PIB 2011
Bélgica	20,40	5,54	44,23	12,01	7,73,22	2,10	0	0	72,36	19,65
Bulgaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rep. Checa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dinamarca	10,77	4,50	145,0	60,61	0	0	1,97	0,82	157,75	65,94
Alemania	63,24	2,46	135,03	5,25	56,17	2,19	4,75	0,18	259,19	10,08
Estonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Irlanda	62,78	40,13	284,25	181,70	2,60	1,66	0,08	0,05	349,71	223,54
Grecia	6,30	2,93	56,30	26,17	0	0	6,90	3,21	69,49	32,31
España	19,31	1,80	62,20	5,79	2,86	0,27	19,31	1,80	103,68	9,66
Francia	22,46	1,12	92,73	4,64	1,20	0,06	0	0	116,39	5,83
Italia	4,05	0,26	10,90	0,69	0	0	0	0	14,95	0,95
Chipre	0	0	2,83	15,91	0	0	0	0	2,83	15,91
Letonia	0,51	2,53	0,54	2,69	0,41	2,03	0,97	4,86	2,43	12,12
Lituania	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Luxemburgo	2,60	6,07	1,65	3,84	0	0	0,19	0,44	4,43	10,35
Hungría	0,11	0,11	0,01	0,01	0	0	2,13	2,12	2,24	2,23
Malta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	18,86	3,13	40,90	6,79	5,0	0,83	30,40	5,05	95,16	15,80
Austria	7,38	2,45	19,33	6,43	0,40	0,13	0	0	27,11	9,01
Polonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Portugal	0	0	8,54	5,0	3,10	1,81	3,81	2,23	15,45	9,04
Rumanía	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eslovenia	0,25	0,70	2,15	6,03	0	0	0	0	2,40	6,73
Eslovaquia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	0	0	0,12	0,06	0	0	0	0	0,12	0,06
Suecia	0,78	0,20	19,92	5,15	0	0	0	0	20,70	5,35
Reino Unido	82,39	4,72	158,22	9,06	40,41	2,31	18,55	1,06	299,57	17,15
UE-27	322,18	2,55	1084,83	8,59	119,88	0,95	89,06	0,70	1615,96	12,79

Fuente: Comisión Europea. Commission staff working paper. Otoño 2012.

http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_working_paper_en.pdf

Nota: billón.

Los cuadros nº 1 y nº 2 son suficientemente ilustrativos de la contundencia utilizada en el caso de los países europeos. El primero de ellos muestra, para cada país, las ayudas aprobadas en el periodo 2008-2011, mediante distintos instrumentos: recapitalización directa, garantías, compra de activos, o medidas de liquidez. Nada menos que 4,6 billones de euros, es decir el 37% del PIB, fueron acordados como marco global de apoyo al sistema bancario en el conjunto de la Unión Europea. De ese importe agregado, la máxima cifra, con casi el 80%, correspondía a garantías. Los países con mayor contundencia, en términos de medidas aprobadas, fueron Irlanda y Dinamarca, que se mostraban dispuestos a aportar ayudas que suponían el 365% y el 250% de su PIB, respectivamente.

Aunque las cantidades aprobadas reflejan en cierta medida el compromiso de los Estados por transmitir confianza, realmente no supusieron utilización efectiva en su totalidad. Por ello, es mucho más elocuente el cuadro nº 2. Con una estructura similar al nº 1, recoge los importes de ayudas efectivamente utilizados en el periodo 2008-2011, de nuevo por países y por instrumentos. Para el conjunto de la Unión Europea, 1,6 billones de euros, es decir el 12,8% del PIB, ha sido utilizado en apoyo de los bancos: son las garantías otorgadas, con 1,08 billones (el 8,6% del PIB), el instrumento más utilizado, seguido de las inyecciones de capital, con 0,32 billones (el 2,5% del PIB). Por países sigue destacando Irlanda, que ha otorgado apoyos por el 220% de su PIB. España aparece con un reducido 9,7% de su PIB, cifra que se eleva sustancialmente (hasta algo más del doble) si se consideran 2012 y 2013, años en los que se ha materializado la inyección de capital público con cargo al programa de asistencia financiera (41.000 millones), así como el traspaso de activos inmobiliarios al «banco malo» (SAREB), con algo más de 50.000 millones de euros en concepto de aval del Estado. Se constata con ello algo la característica que a menudo se ha criticado sobre la gestión de la crisis bancaria española: el retraso en asumir la misma, en comparación con los países europeos. De hecho, una desagregación por años de los importes comprometidos por los Estados pone de manifiesto que en la mayoría de los países europeos el grueso de las ayudas fueron concedidas entre 2008 y 2009.

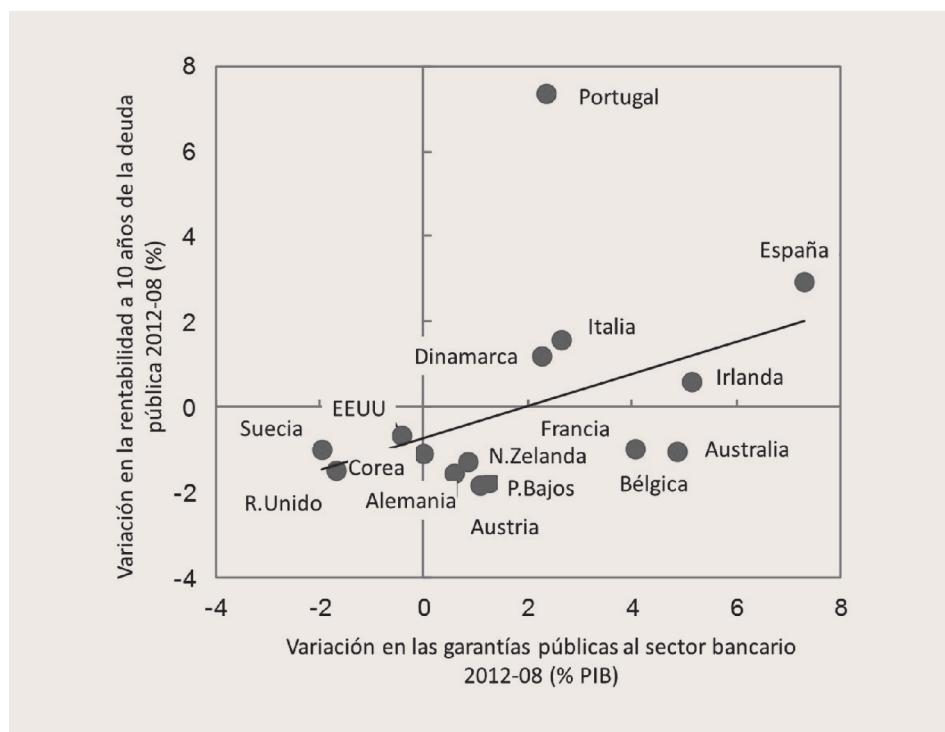
Obviando por el momento ese aspecto de la mayor o menor tardanza en el reconocimiento de la crisis, lo que los cuadros anteriores ponen de manifiesto es la absoluta predisposición de los Estados a apoyar la estabilidad de sus sistemas bancarios, poniendo a su disposición un excepcional arsenal de ayudas. Sin menoscabo de la efectiva consolidación contable de dichas ayudas en las cuentas públicas de los respectivos países, lo cierto es que las mismas actúan como un pasivo contingente desde el momento en que son otorgadas a los bancos receptores. Dicho de otra manera, esas ayudas abrían el camino a una probable transformación de deudas bancarias en deuda pública, mediante la potencial ejecución de las correspondientes garantías.

Esa posibilidad iba a ser identificada rápidamente por los mercados, trasladando al riesgo de las correspondientes deudas públicas la posibilidad de tener que asumir las deudas avaladas a sus sistemas bancarios. El gráfico nº 2 es suficientemente elo-

cuente al respecto. En él se relaciona la evolución de los tipos de interés en los bonos públicos de diferentes países (escala vertical), con la magnitud relativa de las garantías otorgadas por el sector público a los respectivos sistemas bancarios. La relación es positiva y altamente significativa, y pone de manifiesto la primera fase del círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos, es decir una relación causal entre el deterioro potencial de los activos bancarios de cada país, y la penalización por los mercados a sus correspondientes mercados de deuda pública.

Esa relación positiva no solo tiene su origen en las medidas de apoyo directo de los Estados a los bancos, sino también en los efectos indirectos derivados de un deterioro económico que iba a afectar a la calidad de los activos bancarios, amplificando la incapacidad de los bancos para suministrar financiación a la economía. Y esos efectos indirectos iban a ser tanto más intensos cuanto mayor fuera el peso de los bancos en la financiación de la economía, siendo España en este sentido uno de los más destacados, como analizaremos en secciones posteriores.

Gráfico nº 2. EL APOYO PÚBLICO A LOS BANCOS Y LA VARIACIÓN DE PRIMAS DE RIESGO SOBERANO



Fuente: AFI basado en datos del «IMF Fiscal Monitor: Taking Stock A Progress Report on Fiscal Adjustment», October 2012.

Pero adicionalmente a todo lo anterior, la crisis obligó a los gobiernos a asumir importantes paquetes de estímulo fiscal en 2009, bien de forma proactiva –reducciones de impuestos, o programas de gasto público– o reactivamente, mediante los denominados estabilizadores automáticos –mayores prestaciones por desempleo, mayores jubilaciones anticipadas, menores recaudaciones impositivas por menor actividad, etc.–.

136

Todos estos paquetes de soporte público contribuyeron a incrementar fuertemente la deuda pública en la mayoría de países, al tiempo que los sectores privados – empresas y familias, fundamentalmente – llevaban a cabo procesos de reducción de su deuda viva. Un incremento tan intenso de la deuda pública en tan corto periodo de tiempo no podía ser inocuo desde la perspectiva de los mercados financieros, especialmente en cuanto a su percepción de la capacidad de los Estados para hacer frente a dichas deudas, entrando en una segunda fase en el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano: el deterioro de las cuentas públicas, en gran medida causada por la necesidad de los Estados de tomar medidas para paliar la crisis bancaria de 2008 (primera fase), termina influyendo adversamente en la percepción de la capacidad de pago de la deuda pública y, con ello, sobre las primas de riesgo imputadas a la misma.

3. LOS BANCOS QUE FINANCIAN A ESTADOS... Y ASUMEN MÁS RIESGOS

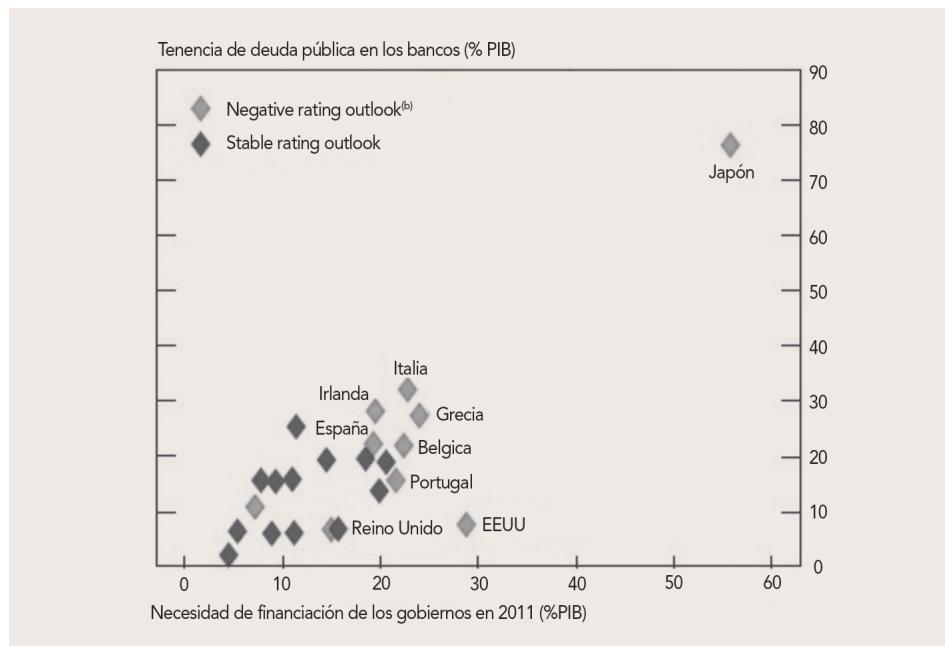
Ese generalizado deterioro en la percepción de solvencia de la deuda pública, por otra parte, implicaba la ruptura de un paradigma de la economía financiera, como es la existencia de un «activo sin riesgo». Esa constatación de que la deuda pública pasa a ser un activo de riesgo va a tener importantes implicaciones sobre los tenedores de esos bonos públicos, que van a estar sometidos a un mayor «riesgo de precio» consecuencia de alteraciones en la percepción de la calidad crediticia, en la medida en que el valor de mercado de sus tenencias de deuda puede sufrir, por la variación de las primas de riesgo que el mercado imputa a la misma.

En la medida en que los bancos sean tenedores significativos de la deuda pública de sus respectivos países, estaríamos entrando en una especie de círculo vicioso, que define lo que hemos venido en denominar tercera fase de la espiral entre riesgos bancarios y soberanos: el deterioro de la deuda pública que hubo que asumir para paliar la crisis bancaria inicial, se vuelve ahora en contra de los bancos, principales poseedores de dicha deuda pública.

El papel de los bancos como finanziadores de sus respectivos Estados es bastante generalizado, y guarda una estrecha relación con las necesidades de financiación pública, como ilustra el gráfico nº 3. En él se presentan en el eje vertical las tenencias de bonos por parte de los bancos, y en el horizontal las necesidades de financiación. En ambos casos se refleja el agregado para cada país, referido a 2011, y relacionado con

los PIB correspondientes. Esa relación es positiva y altamente significativa, pudiendo observarse claramente dos «outliers», es decir países que se apartan de la tendencia general: Reino Unido y, sobre todo, Estados Unidos.

Gráfico nº 3. LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN PÚBLICA Y LA FINANCIACIÓN DE LOS ESTADOS

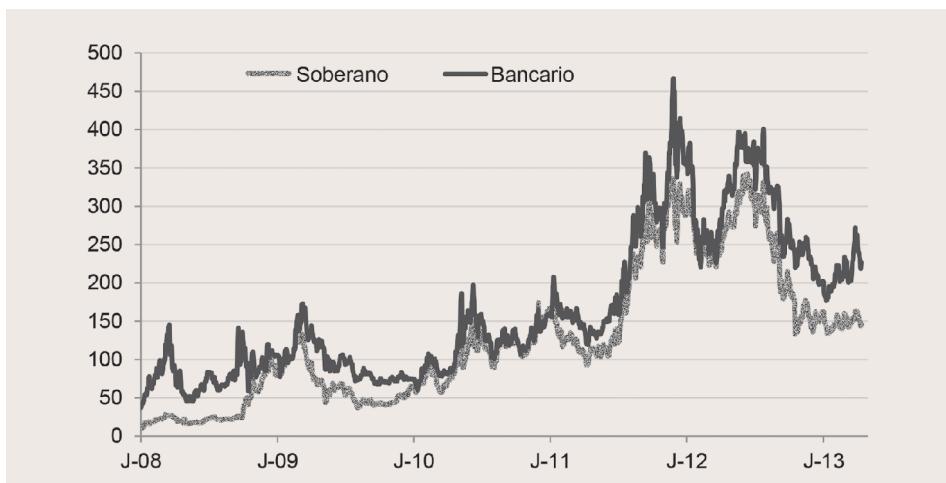


Fuente: Bank of England - Financial Stability Report June 2011.

Dicha relación pone de manifiesto, por tanto, un primer componente de autoalimentación: los bancos, cuya crisis inicial provocaba la necesidad de apoyos públicos e incremento potencial de la deuda pública, se erigen ahora en los principales compradores de esa deuda, internalizando el riesgo implícito en la misma. Como más adelante analizaremos, en ausencia de una política monetaria capaz de absorber los riesgos de deterioro de solvencia en la deuda soberana, esa peligrosa circularidad entre riesgos bancarios y soberanos tiende a autoperpetuarse.

Se pone de manifiesto, por tanto, una creciente simbiosis entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, de tal manera que unos y otros van a guardar una elevada correlación. A modo de ejemplo, valga señalar que la correlación entre los CDS bancarios y soberanos es muy elevada (ver gráfico nº 4), lo que ilustra la estrecha vinculación entre ambos riesgos y va a requerir una solución conjunta para romper el círculo vicioso.

Gráfico nº 4. LA CORRELACIÓN ENTRE RIESGO BANCARIO Y EL SOBERANO EN LA EUROZONA (Spreads de Credit default swaps)



Fuente: AFI basado en datos de Bloomberg.

Esa autoalimentación entre riesgos bancarios y soberanos se amplificó de forma extraordinaria durante buena parte de 2012 como consecuencia de una actuación del Banco Central Europeo (BCE), dirigida en gran medida a paliar los problemas de liquidez de la banca europea, pero que iba a tener importantes efectos colaterales sobre ese círculo vicioso entre bancos y deuda soberana.

Concretamente, a finales de 2011 el BCE anunciaba dos operaciones de financiación a largo plazo (3 años), conocidas como LTRO por sus siglas en inglés (*Long Term Refinance Operations*), la primera de ellas se realizó en diciembre de 2011 y la segunda en febrero de 2012. Frente a la política previa de inyección de liquidez por el BCE, las dos LTRO anunciadas constituyeron un extraordinario paso adelante, en la medida en que supusieron:

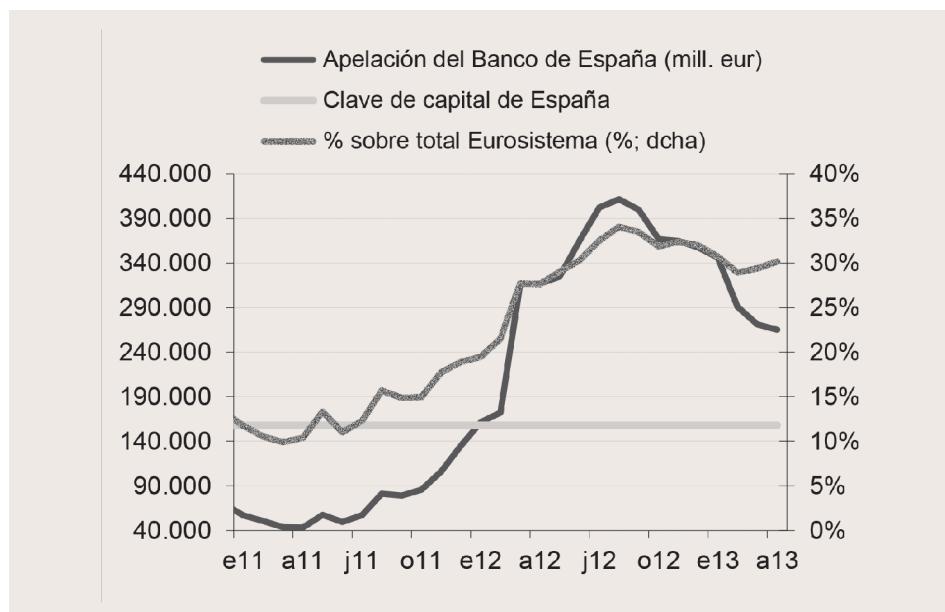
- adjudicar financiación a un plazo (3 años) nunca antes asumido por el BCE (el máximo había sido de 1 año, en sus operaciones especiales de financiación en 2009);
- no establecer un tope cuantitativo a las solicitudes por parte de las entidades financieras siempre que ofreciesen garantía (colateral) suficiente (fundamentalmente, aunque no sólo, deuda pública)
- garantizar un tipo de interés extraordinariamente reducido para ese plazo dilatado de financiación, en la medida en que el tipo de interés, inicialmente del 1%, se reduciría en la medida en que lo hiciese el de intervención del

BCE, algo que ya ocurrió en julio de 2012, y de nuevo en mayo de 2013, no siendo descartable que pueda ocurrir de nuevo en los próximos meses.

Esas operaciones anunciadas fueron muy bien recibidas por el sistema bancario europeo, y se saldaron con un adjudicación total de un billón de euros, a partes iguales (de 500.000 millones) en cada una de las dos LTRO convocadas.

Una inyección de financiación por el BCE de tal magnitud tendría un efecto extraordinariamente favorable sobre el sistema bancario europeo, no solo al garantizar liquidez a un plazo suficientemente dilatado como para permitir normalización de los mercados mayoristas, sino también en capacidad de generación de margen financiero, en la medida en que los fondos dispuestos en las LTRO se iban a invertir en activos con rentabilidad sustancialmente más elevada que el coste de dichos fondos. Este iba a ser el caso sobre todo para los sistemas bancarios de las economías consideradas «periféricas», en las que la rentabilidad de su deuda pública era más elevada, lo que permitiría a sus bancos generar importantes ganancias de margen gracias a las operaciones conocidas como «carry trading»: básicamente tomar dinero del BCE al 1% (y con recorrido a la baja) para invertir en deuda pública con rentabilidades muchos más elevadas.

Gráfico nº 5. EL ENDEUDAMIENTO BRUTO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL CON EL EUROSISTEMA

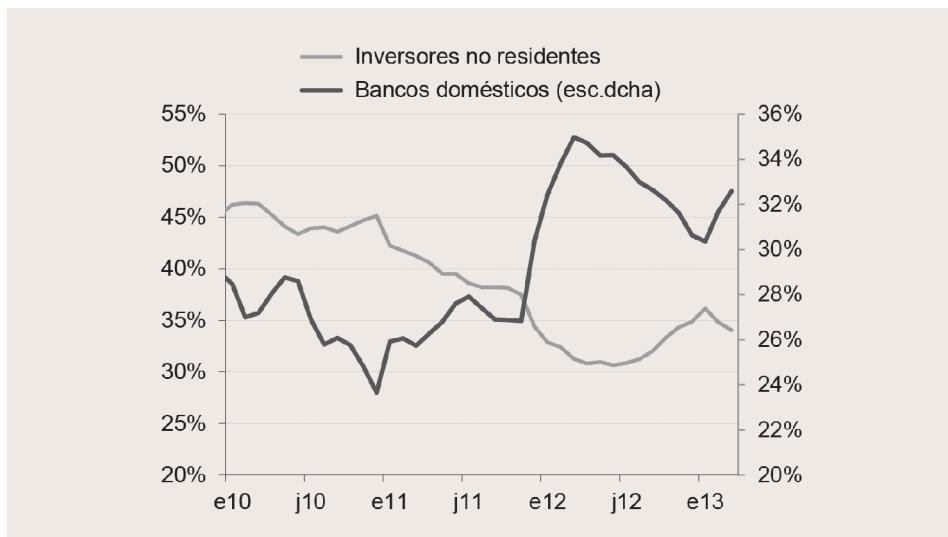


Fuente: AFI basado en BCE y Banco de España.

La oportunidad no se iba a dejar pasar, y los bancos españoles acudieron en masa a las dos subastas convocadas, en las que se adjudicaron cerca de 200.000 millones de euros. Como consecuencia de ello, el sistema bancario español alcanzó, en la primavera de 2012, una posición prestataria agregada superior a los 400.000 millones de euros, lo que representaba un 33% del préstamo total otorgado por el Eurosistema, casi tres veces la clave de capital que España mantiene sobre el mismo. De hecho, el sistema bancario español pasó a ser, con diferencia, el mayor tomador de fondos del Eurosistema, superando claramente a los de Italia o Francia, que unos meses antes eran los principales demandantes de financiación del BCE.

Esa intensa apelación de los bancos españoles al Eurosistema tuvo efectos colaterales muy perversos, amplificando extraordinariamente el vínculo entre riesgos bancarios y riesgos soberanos. La razón de ese efecto hay que atribuirla a la masiva compra de deuda pública española que realizaron los bancos españoles como forma de rentabilizar esa financiación tomada del BCE, mediante las citadas operaciones de *carry trading*.

Gráfico nº 6. LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR INVERSOR (% sobre el total)



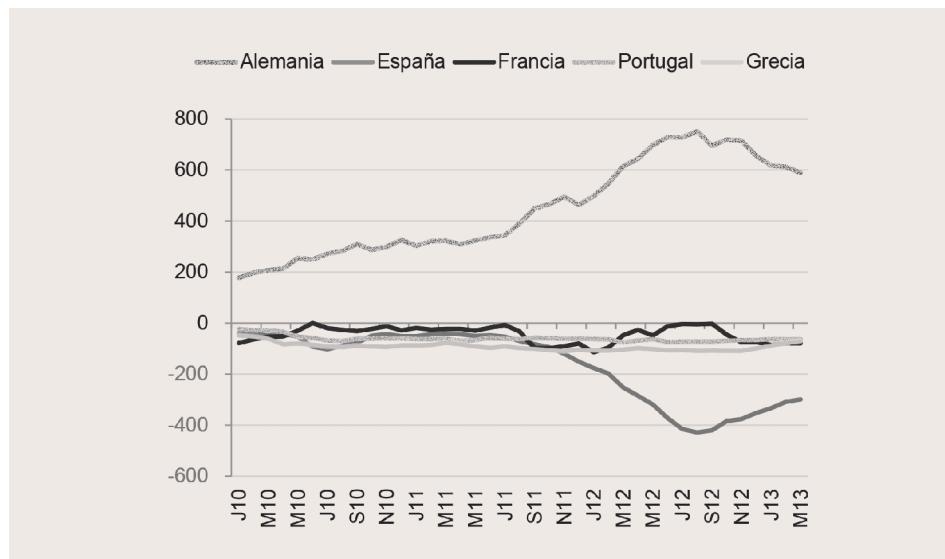
Fuente: AFI basado en Tesoro español.

Como puede comprobarse en el gráfico nº 6, los bancos españoles incrementaron sus posiciones en deuda pública española en más de 60.000 millones de euros tras las dos subastas LTRO llevadas a cabo por el BCE. Ese incremento coincidía, de forma no casual, con un descenso prácticamente similar en las tenencias de deuda pública española por parte de inversores extranjeros, de tal manera que los vasos co-

municantes funcionaban en una única dirección, merced al apoyo del BCE: los inversores extranjeros deshacían sus posiciones en deuda pública española, y eran los bancos españoles los que actuaban como contrapartida compradora, contando para ello con la financiación del BCE a través de las subastas LTRO.

De hecho, una actuación del BCE encaminada a facilitar financiación al sistema bancario, en un contexto de imposible financiación mayorista de los mismos, iba a producir precisamente una consecuencia extraordinariamente perversa, cual es la de una segmentación sin precedentes en la dependencia de los bancos respecto al BCE, como se aprecia en el gráfico nº 7. Los bancos de los países «periféricos» (España, Italia, Irlanda, Portugal y Grecia) se convirtieron en importantes deudores del BCE, a quien de forma indirecta convertían en el principal finanziador de sus respectivos Tesoros, si bien el riesgo de crédito de dichas deudas públicas permanecía en el sistema bancario de cada país. Por el contrario, los bancos de los países más saneados financieramente (Alemania, Holanda y Finlandia) asumían importantes posiciones acreedoras frente al Eurosistema.

**Gráfico nº 7. LAS POSICIONES NETAS ANTE EL EUROSISTEMA
(miles de millones euros)**



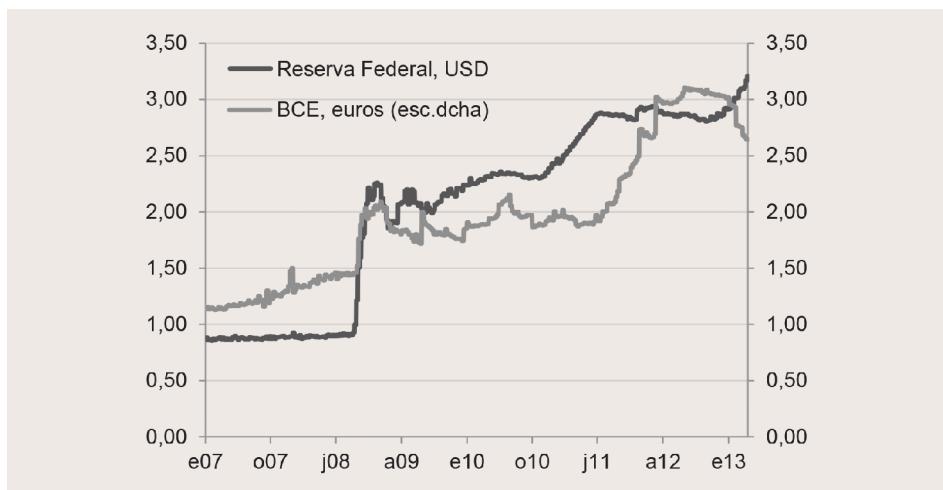
Fuente: AFI basado en BCE y Bloomberg.

Esa fragmentación bancaria en el área Euro, y el peligroso círculo vicioso entre riesgos bancarios y soberanos en dicho área, es en gran medida el resultado de un marco institucional que prioriza en exceso la estabilidad de precios sobre todos los demás objetivos de la política monetaria, especialmente la estabilidad financiera y el mantenimiento de un sistema financiero integrado. Ello limita el papel del BCE

como prestamista de última instancia, lo que a su vez dificulta extraordinariamente la capacidad efectiva del sistema bancario para actuar como correa de transmisión financiera hacia el sistema productivo, como veremos con más detalle en la sección quinta del artículo.

En este sentido, puede ser interesante una reflexión comparativa del papel desempeñado en la crisis por el BCE, frente al desempeñado por la Reserva Federal de EE.UU. (FED). Desde el inicio de la crisis, y hasta el verano de 2012, ambos bancos centrales llevaron a cabo impulsos monetarios muy similares, cuantitativamente hablando, como ilustra el gráfico nº 8. En el mismo se refleja el crecimiento relativo del balance del BCE y la FED, que ha sido muy similar, casi triplicándose en ambos casos, lo que ilustra un considerable esfuerzo para facilitar oferta monetaria a la economía en un contexto de crisis, y de reducción de la velocidad de circulación monetaria.

Gráfico nº 8. BALANCE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) Y LA RESERVA FEDERAL (billones de cada divisa)



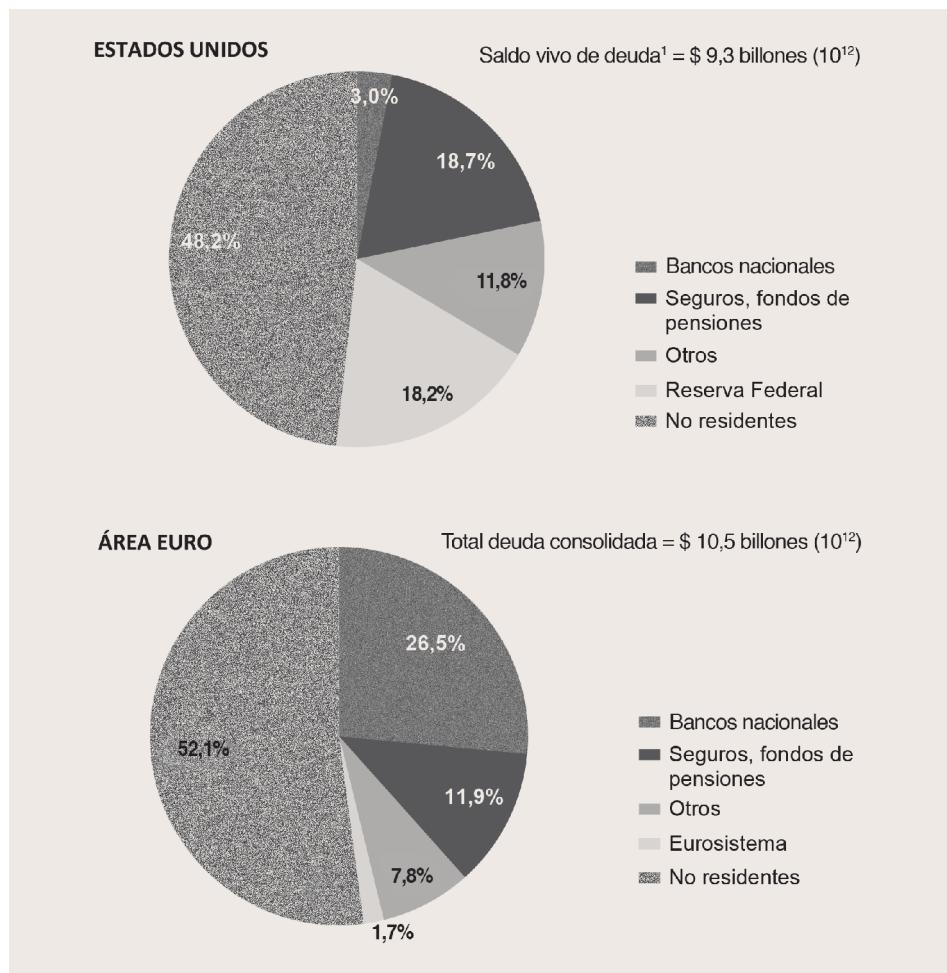
Fuente: AFI basado en datos de Bloomberg.

Ahora bien, frente a un esfuerzo cuantitativamente similar, existen importantes diferencias en la forma en que ambos bancos centrales han instrumentalizado ese impulso monetario, y en particular en lo referido a compra de deuda pública. Mientras la FED ha participado activamente en los programas de compra de bonos del Tesoro, o de bonos con garantía hipotecaria, el BCE por el contrario siempre evitó dicho tipo de actuaciones, hasta septiembre de 2012, cuando anunció su predisposición a llevar a cabo compras directas de deuda de países miembros.

Con anterioridad a dicha fecha, la estrategia del BCE descansaba únicamente en prestar dinero a los bancos con la garantía (colateral) de sus propias tenencias de

deuda pública. Ahora bien, dado el tradicional sesgo (ampliamente constatado empíricamente) nacional en las tenencias de deuda pública, esa estrategia no hacía sino alimentar el círculo vicioso entre bancos y Estados, como ya hemos comentado.

**Gráfico nº 9. LA DEUDA PÚBLICA EN EE.UU. Y EN LA EUROZONA:
SALDO VIVO (2011) Y TENEDORES DE LA MISMA**



Fuente: AFI basado en datos del FMI. GSFR (Abril 2012).

El diferente comportamiento del BCE y la FED puede ser analizado desde otra perspectiva complementaria, y es el de las tenencias de deuda pública a uno y otro lado del Atlántico, como pretende ilustrar el gráfico nº 9. Ambas zonas económicas tienen un volumen de deuda pública muy parecido, en el entorno de 9 a 10 billones de dólares; y en ambos casos existe una importante presencia de inversores extranjeros (con un peso en torno al 50%) entre los tenedores de dicha deuda. La principal

diferencia, sin embargo, aparece en cuanto al papel de los bancos privados, y del banco central, en uno y otro caso.

Así, mientras en Estados Unidos la banca apenas alcanza el 3% en términos de tenencia de deuda pública, la FED aparece como el principal inversor doméstico, con cerca del 20% de la deuda pública en circulación. Por el contrario, en la eurozona el BCE apenas representa el 2% entre los tenedores de deuda pública, mientras que los bancos domésticos representan casi el 27%.

Una diferencia tan acusada está, sin duda alguna, en la raíz de los problemas de deuda pública en el área euro, y de su círculo vicioso con los riesgos bancarios, situación que no aparece en Estados Unidos, donde su banco central sí que está cumpliendo sin problemas su papel de prestamista de última instancia.

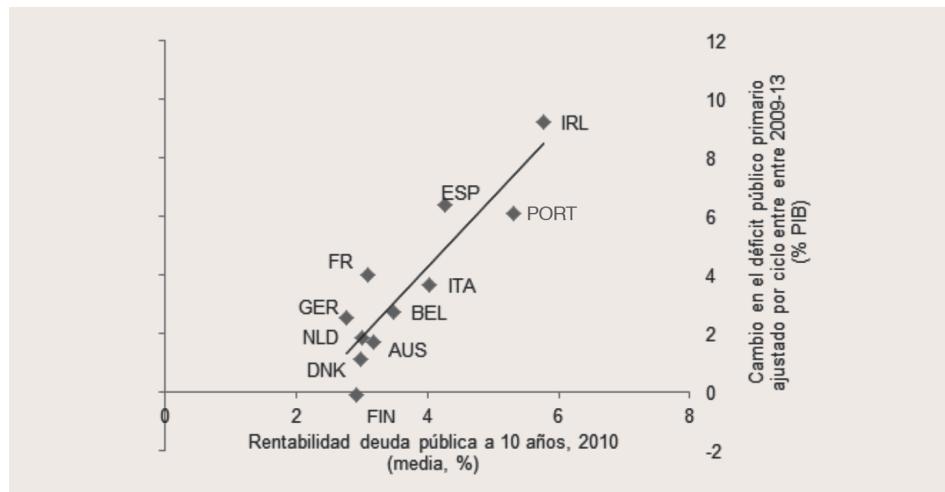
4. LAS POLÍTICAS DE AUSTERIDAD QUE AGUDIZAN LA RECESIÓN... Y EL DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS

Esa diferencia entre el BCE y la FED en lo referente a la compra directa de deuda pública, en el marco de su papel como prestamista de última instancia, responde, por un lado, a la mencionada asimetría de la política monetaria en Europa, exclusivamente al servicio de la estabilidad de precios por encima de cualquier consideración sobre estabilidad financiera. Pero, por otro, es el reflejo de la doctrina imperante en Europa, respecto a la austeridad de los países como única política posible para corregir los desequilibrios fiscales.

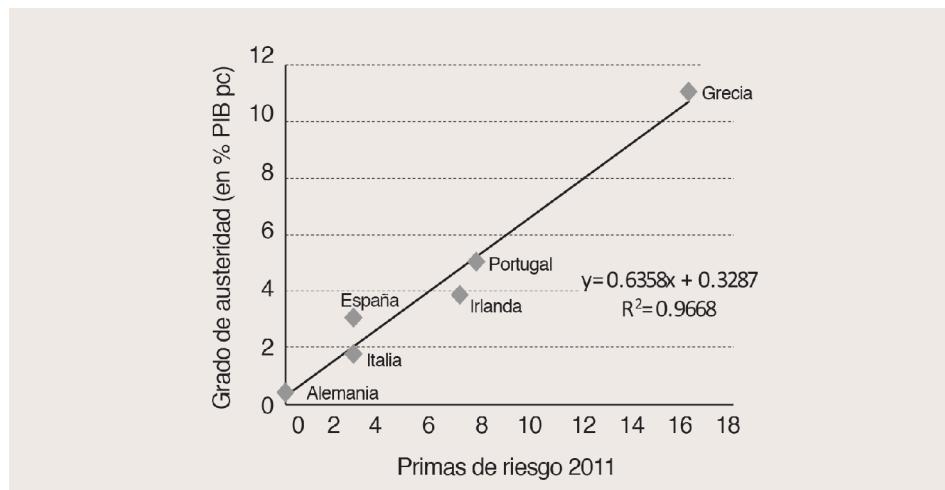
En este sentido, no es difícil inferir que las políticas de austeridad extrema que han sido impuestas a las economías periféricas, entre ellas España, han estado en gran medida inducidas por los mercados financieros, siendo la prima de riesgo de los respectivos bonos públicos frente a los de Alemania el indicador para definir el grado de austeridad a imponer.

El gráfico nº 10, elaborado a partir de datos del Fondo Monetario Internacional, es suficientemente ilustrativo al respecto. En el eje vertical se representa el grado de ajuste fiscal llevado a cabo por los diferentes países, medido por el cambio experimentado en el déficit primario entre 2009 y 2013; en el eje horizontal se representa la prima de riesgo de los bonos de cada país en 2010. La relación es positiva y altamente significativa, lo que indica que aquellos países que estaban más penalizados por los mercados en 2010 son los que se han visto obligados a realizar ajustes fiscales más intensos, destacando especialmente los casos de Irlanda, Portugal y España.

Unos resultados muy similares fueron obtenidos por De Graeve y Ji (2013), para una muestra más reducida de economías, las consideradas periféricas. Como puede observarse en el gráfico nº 11, existe una correlación cercana al 100% entre las primas de riesgo exigidas por los mercados en 2011, y las medidas de austeridad que en el año siguiente se vieron obligados a tomar cada uno de esos países.

Gráfico nº 10. EL AJUSTE FISCAL INDUCIDO POR LOS MERCADOS

Fuente: AFI basado en datos del FMI. Fiscal Monitor, Octubre 2012.

Gráfico nº 11. LAS MEDIDAS DE AUSTERIDAD EN RESPUESTA A LAS PRIMAS DE RIESGO

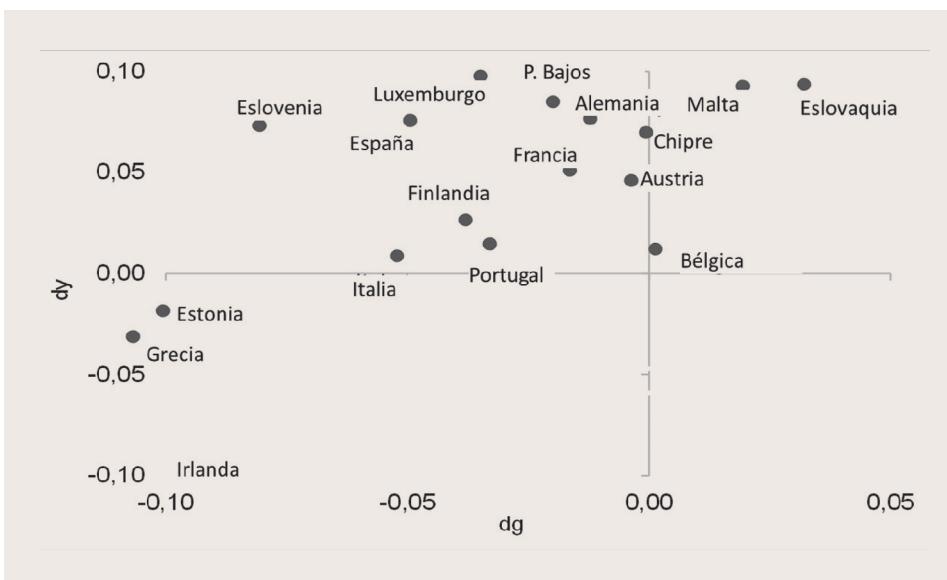
Fuente: AFI basado en De Grawe-Ji (2013) y datos de Datastream.

El problema de una excesiva austeridad inducida por los mercados es que la misma puede generar una espiral de acumulación de deuda pública, es decir, justamente lo que se pretendía corregir en primer lugar. Dicha espiral, y con ello la insostenibilidad de la deuda pública, se produce cuando el tipo de interés real a pagar por la deuda pública es superior al crecimiento real de la economía, entrando en la de-

nominada «trampa de la deuda». El propio Fondo Monetario Internacional, en su informe de seguimiento fiscal de marzo 2013 (Fiscal Monitor), reconoce que ese es el caso en todos los países europeos considerados «periféricos». En el caso concreto de España, y tomando 2012 como referencia, la diferencia entre el tipo de interés real y el crecimiento real de la economía era del 4%, un factor de acumulación de deuda extraordinariamente peligroso, ya que amplifica todavía más el factor depresivo de una excesiva austeridad.

Esa relación entre austeridad y recesión económica ha sido objeto de numerosos estudios empíricos tratando de estimar el denominado multiplicador fiscal, es decir la relación entre ajustes fiscales y subsiguientes variaciones en el PIB. Frente a una cierta percepción de que dicho multiplicador era cercano a cero, la evidencia más reciente permite concluir que se halla más cercano a la unidad, o incluso mayor. De hecho, el propio FMI (2012) concluye que ese multiplicador excede claramente a la unidad en momentos de crisis como el actual. Eso es lo que se desprende claramente de un reciente estudio empírico llevado a cabo por Shambaugh (2012), relacionando, para una amplia muestra de países europeos, las variaciones en el gasto público durante el periodo 2008-2011 (escala horizontal) con las variaciones contemporáneas en sus respectivos PIB (gráfico nº 12). La pendiente de la relación es 1,06, significativa al 99% de confianza, poniendo de manifiesto que recortes en gasto público producen efectos contractivos proporcionalmente superiores en el PIB.

Gráfico 12. LA RELACIÓN ENTRE LAS VARIACIONES DEL GASTO PÚBLICO Y DEL PIB (2008-2011)



Fuente: AFI basado en datos de FMI.

De hecho, Shambaugh (2012) lleva a cabo pruebas empíricas adicionales incorporando el ratio de bancarización (activos bancarios sobre el PIB) como variable explicativa adicional, en un modelo multivariante para explicar el multiplicador fiscal. Los resultados demuestran que el grado de bancarización afecta significativamente al multiplicador fiscal. El coeficiente estimado tiene signo negativo, indicando que los efectos adversos de la austeridad sobre el PIB son mayores cuando mayor es el peso de los activos bancarios sobre la economía.

En nuestra opinión, esos resultados estarían poniendo sobre la mesa el papel clave que los bancos deben desempeñar en el suministro de flujos financieros a la economía. Cuanto mayor sea el peso del canal bancario en dichos flujos, más dependiente será la economía de un anormal funcionamiento de los bancos en momentos de crisis, y por tanto mayor será el impacto adverso de recortes fiscales sobre el crecimiento de la economía.

En la sección siguiente analizamos cómo se está generalizando en Europa, y muy especialmente los países «periféricos», entre ellos España, esa tercera fase del círculo vicioso entre riesgos bancarios, riesgos soberanos, y crecimiento económico.

5. LOS BANCOS QUE NO DAN CRÉDITO... Y FRENAN LA RECUPERACIÓN

En la literatura sobre sistemas financieros, es suficientemente conocida la tradicional diferenciación entre aquellos en los que predomina una orientación hacia la intermediación bancaria (*banking oriented*) y aquellos con un mayor peso de los mercados financieros no intermediados (*market oriented*). Tradicionalmente se asimila los segundos a los países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido, fundamentalmente), mientras que en Europa continental domina el peso de los bancos en los sistemas financieros.

Esa percepción tradicional puede verse corroborada en el cuadro nº 3, que muestra algunos elementos estructurales del sistema financiero en Estados Unidos y en la Unión Europea. Ambas zonas geográficas tienen un tamaño económico (PIB) y demográfico bastante similar, pero muestran una clara diferencia en cuanto a la especialización de sus respectivos sistemas financieros, con una presencia bancaria muy superior en Europa que en USA. Concretamente, el sistema bancario europeo (medido por su volumen de activos, o por el peso de los mismos sobre el PIB) es casi tres veces el correspondiente a Estados Unidos; este, por el contrario, tiene una especialización mucho mayor en financiación directa a través de los mercados.

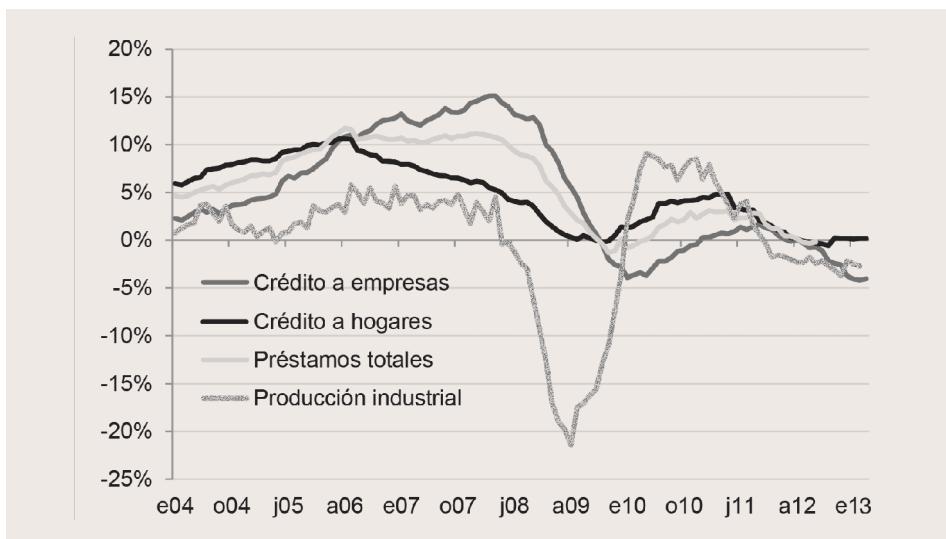
Con una estructura semejante, parece fuera de toda duda que Europa muestra una sensibilidad muy superior a la existente en Estados Unidos debido a un anormal funcionamiento del sistema bancario, en términos de concesión de crédito. Esas disfuncionalidades afectarían, en el caso europeo, al 75% de los flujos financieros de la economía, frente a tan sólo el 25% en el caso estadounidense.

Cuadro nº 3. LOS SISTEMAS FINANCIEROS DE UE y DE EE.UU. (datos de 2010)

	UE	EEUU
Bancos (número)	6.450	6.840
Activos bancarios (10^{12} \$ = billones de dólares)	31,1	11,8
Activos bancarios /PIB	350%	120%
Flujos bancarios /financieros	74%	24%

Fuente: AFI en base a European Banking Federation data. EU Banking sector: Facts and Figures, Nov. 2010.

Y sin duda puede concluirse que se está produciendo un anormal funcionamiento en el sistema bancario europeo, especialmente en cuanto a financiación de empresas no financieras, como puede comprobarse en el gráfico nº 13. Casi cuatro años consecutivos arrastra ya el conjunto del sistema con tasas de variación negativas en el crédito a empresas no financieras. Ese comportamiento negativo del crédito a empresas no hace sino amplificar la caída de la producción industrial, variable con la que guarda una estrecha correlación.

Grafico nº 13. EL CRÉDITO BANCARIO EN EL ÁREA EURO (variación interanual)

Fuente: AFI basado en datos del BCE.

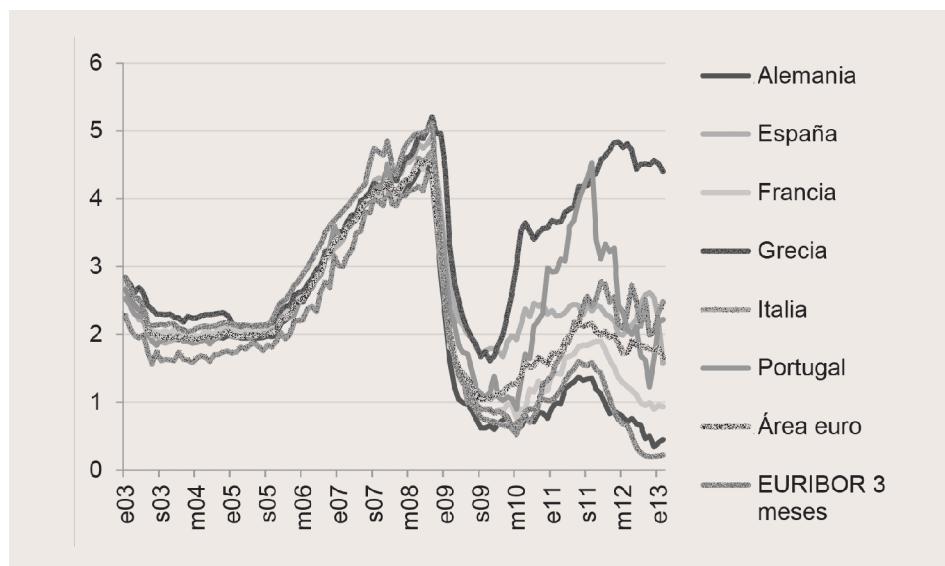
Pero más preocupante que el comportamiento agregado del crédito en Europa, y sin duda reflejo del principal problema bancario en dicho área, es la fragmentación que se ha venido produciendo entre sistemas bancarios de los diferentes países

que la integran. Una primera constatación de dicha fragmentación se produjo a mediados de 2011, cuando los mercados financieros mayoristas se cerraron para los bancos de varios países europeos, lo que provocó la mencionada actuación del BCE (LTRO, ver sección 3) suministrando liquidez a los bancos, que se tradujo en que dicha institución pasara a convertirse en la principal fuente de financiación para los sistemas bancarios de varios países europeos, entre ellos España (ver gráfico nº 5).

Pero no sólo en los mercados financieros mayoristas se produjo la fragmentación. Mucho más peligrosa iba a ser la contaminación (en términos de riesgo soberano actuando como «suelo» para los riesgos bancarios) que se iba a generalizar en el mercado de depósitos minoristas, sin duda alguna el corazón del negocio bancario tradicional. Esta fragmentación en el negocio bancario minorista tendría una doble repercusión, tanto en coste como en disponibilidad de depósitos para las entidades financieras.

En el primer caso, el gráfico nº 14 es suficientemente ilustrativo al respecto. El coste de los depósitos minoristas había sido históricamente muy homogéneo en toda Europa, con una variación que venía explicada fundamentalmente por la de los tipos del BCE, que actuaba como referencia para todos los sistemas bancarios de la eurozona. Sin embargo, desde principios de 2010 esa homogeneidad se rompe, dando paso a una extraordinaria divergencia entre países, con una banda de fluctuación de casi 4 puntos porcentuales.

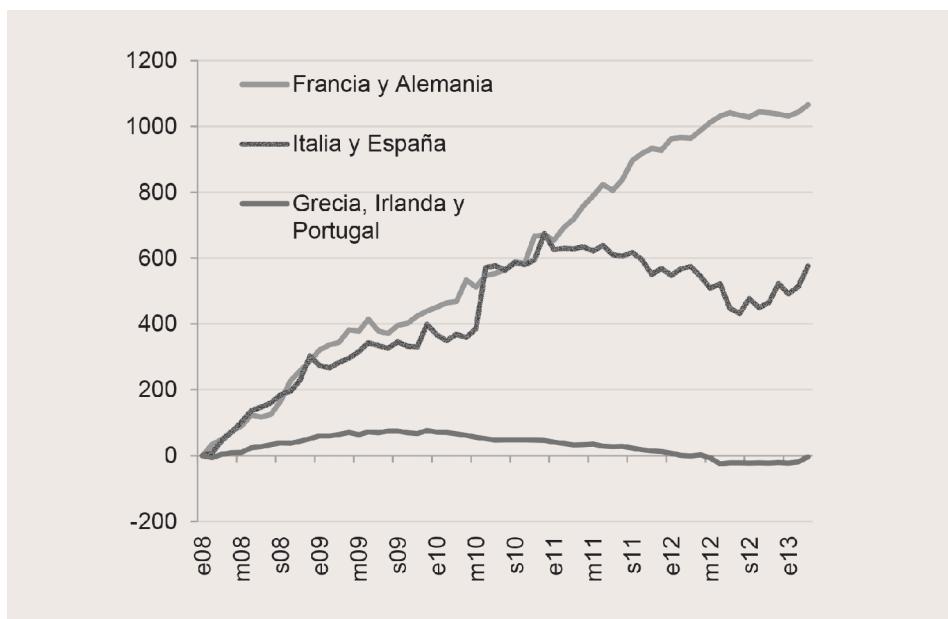
Gráfico nº 14. EL COSTE DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS POR PAÍSES (%)



Fuente: AFI basado en datos del BCE.

Pero, incluso esa extraordinaria divergencia en el coste de los depósitos es incapaz de frenar el otro efecto incluso más grave, cual es la diferente dinámica en la evolución de los saldos de depósitos con clientes (gráfico nº 15). Ya desde los primeros momentos de la crisis los países más débiles, Grecia, Portugal e Irlanda, mostraron dificultades para hacer crecer su base de depósitos bancarios, que sí lo hacía en el resto de países. Pero fue a mediados de 2011, cuando se aceleró el fenómeno de la fragmentación en el segmento de depósitos bancarios: junto a los tres países mencionados, dos grandes, como España e Italia, comenzaron también a sufrir una incapacidad para crecer en depósitos (de hecho, experimentaron caídas moderadas), a la vez que países como Alemania y Francia registraban importantes crecimientos en su base de depósitos bancarios. Una divergencia tal en la evolución de los depósitos bancarios supuso una clara ruptura de la integración financiera en la eurozona, al tiempo que dificultó extraordinariamente la transmisión de los impulsos monetarios hacia el conjunto de las economías europeas.

Gráfico nº 15. LA VARIACIÓN ACUMULADA DE DEPÓSITOS BANCARIOS DESDE ENERO DE 2008

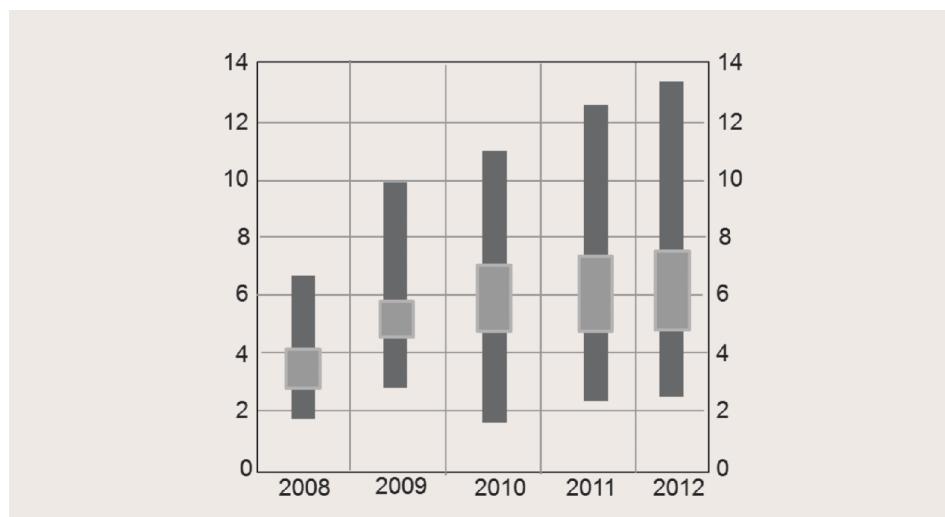


Fuente: AFI basado en datos del BCE.

De hecho, esa incapacidad del sistema bancario para actuar como correa de transmisión de los impulsos monetarios se iba a ver también afectada por otro elemento de fragmentación bancaria en el seno del área euro, cual es la diferente dinámica en el deterioro de los balances bancarios. El gráfico nº 16 es suficientemente

ilustrativo al respecto. En él se presenta la evolución del ratio de activos dudosos para una muestra de bancos grandes y complejos en el área euro (*«large and complex banking group»*), en una tarea de seguimiento de dicho grupo de entidades que viene realizando de forma sistemática el BCE. El ratio de créditos dudosos (*dudosidad*) ha continuado creciendo ininterrumpidamente desde el inicio de la crisis, si bien el ritmo de deterioro se ha ralentizado. Pero mucho más relevante que el comportamiento medio, es la fuerte divergencia que se ha producido entre los bancos de la muestra, que refleja una dinámica de deterioro de activos también extraordinariamente heterogénea entre países, y poco apropiada para actuar como correa de transmisión monetaria en una zona que pretende alcanzar una plena integración financiera.

**Gráfico nº 16. LOS PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL ÁREA EURO
(% media, máximo, mínimo, y rango intercuartil)**



Fuentes: AFI basado en datos del BCE. «Financial Stability Review», Diciembre 2012.

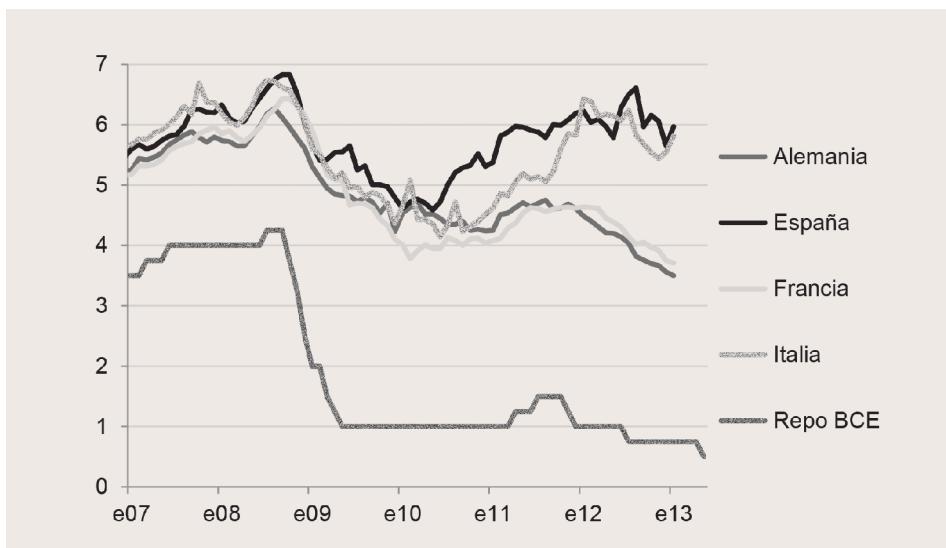
Unas divergencias tan acusadas entre sistemas bancarios europeos, tanto en lo referente a su base de financiación estructural (depósitos), como en la calidad de sus activos, constituyen el germen para que la eurozona sufra también una peligrosa fragmentación en cuanto a la capacidad de suministrar financiación a las empresas, lo cual es más grave dada la casi inexistencia de otras fuentes de financiación no bancaria.

Eso es lo que se pone de manifiesto al analizar las condiciones de financiación empresarial por países (gráfico nº 17). Las sucesivas reducciones de tipos de interés llevados a cabo por el BCE desde el inicio de la crisis han tenido una traslación paralela en el coste de los nuevos créditos concedidos a empresas no financieras en Ale-

mania y Francia. Pero nada de eso ha ocurrido en España o Italia, donde el escaso nuevo crédito que es concedido a las empresas (el flujo de nuevas concesiones ha caído en más de un 50%) comporta unos tipos de interés que exceden entre 1,5% y 2% a los de las empresas alemanas o francesas. Es evidente que una situación similar no constituye un ejemplo representativo de sistema financiero integrado, y desde luego no es el mejor caldo de cultivo para la necesaria inversión empresarial en que debe descansar la recuperación económica en países como España e Italia.

152

Gráfico nº 17. COSTE DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS (plazo 1-5 años, importe hasta 1 millón de euros), (%)

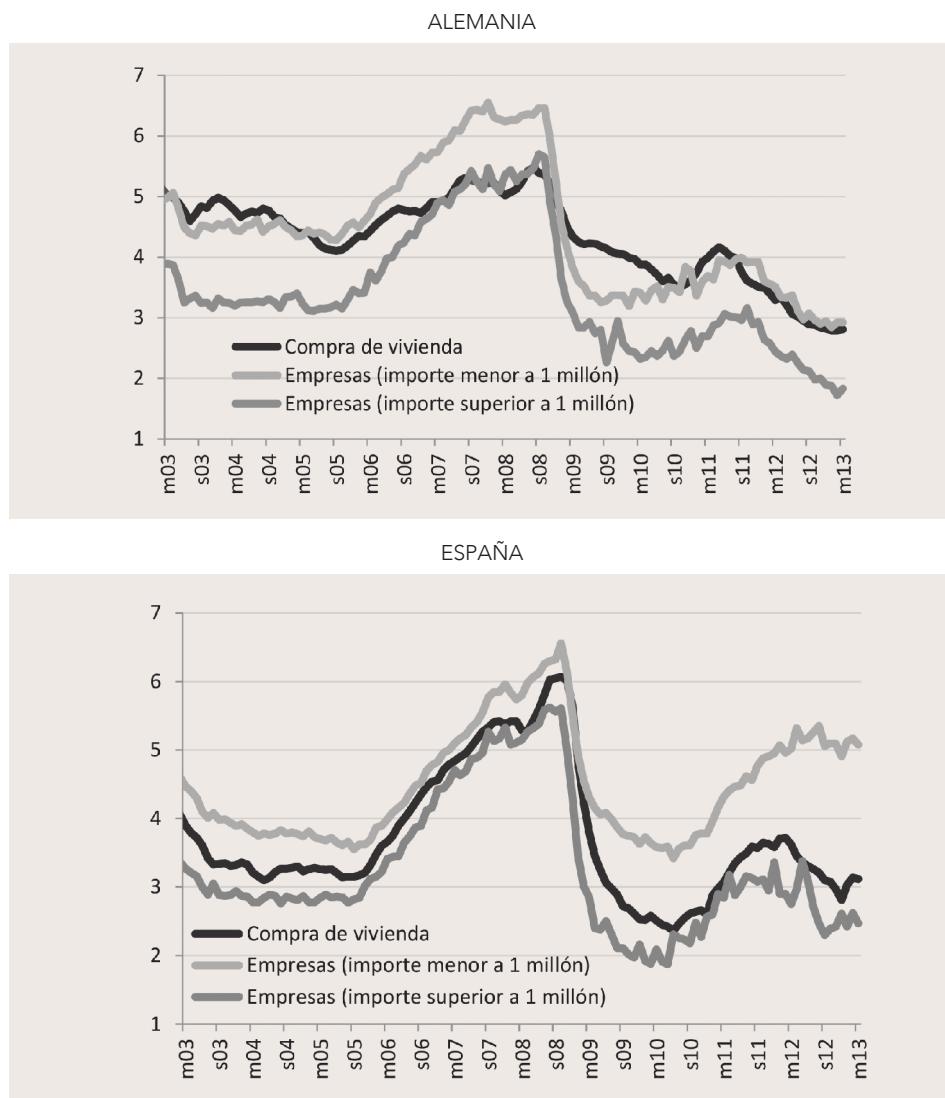


Fuente: AFI basado en datos del BCE.

De hecho, la conclusión en términos de fragmentación financiera, y racionamiento crediticio, es incluso más si se analiza el comportamiento financiero en función del tamaño empresarial, aproximado por el volumen medio de las operaciones de crédito concedidas. En este sentido, el gráfico nº 18 ilustra los tipos medios de concesión, en España y en Alemania, para préstamos a empresas, distinguiendo entre inferiores o superiores a un millón de euros. A modo de contraste, se presenta también el tipo medio de concesión, en ambos países, en préstamos a familias para la adquisición de vivienda. Todos los datos proceden de la recopilación que mensualmente realiza el BCE de las operaciones de concesión por países. Las conclusiones que pueden obtenerse del gráfico son decepcionantes en términos de fragmentación y racionamiento financiero: si bien cabía esperar un mayor coste financiero para pymes que para empresas de mayor dimensión, y esa diferencia se ha mantenido razonablemente estable en el caso alemán, en España se ha producido una clara

segmentación entre uno y otro tipo de empresas, siendo las pymes especialmente penalizadas frente a las de mayor dimensión, o incluso frente a la financiación hipotecaria. Dada la extraordinaria importancia que las pymes tienen en el tejido productivo español, es obvio que corregir la segmentación y racionamiento financiero que actualmente sufren dicho tipo de empresas pasa a ser una necesidad ineludible para recuperar la senda de crecimiento en nuestro país.

**Gráfico nº 18. EL COSTE DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A EMPRESAS
(POR TAMAÑO) Y HOGARES: ALEMANIA FREnte A ESPAÑA (%)**



Fuente: AFI basado en datos del BCE.

6. LA NECESIDAD DE ROMPER EL CÍRCULO VICIOSO

Del análisis anterior cabe deducir tres grandes conclusiones. La de mayor alcance estratégico es la relativa a la concreción del horizonte de unión bancaria, al menos en el seno de la eurozona. La existencia de una supervisión única y, muy especialmente, la disposición de mecanismos de resolución igualmente comunes son condiciones para atenuar el riesgo todavía presente en algunos sistemas bancarios del área monetaria común. Junto a ello, la disposición de un sistema de mutualización de garantías sobre los depósitos bancarios se presenta como una condición adicional para reducir la fragmentación financiera hoy dominante en la eurozona.

Mientras la supervisión única, a cargo del BCE, está pendiente de formalizarse definitivamente en breve y podrá ser una realidad en el plazo de un año aproximadamente, el mecanismo único de resolución está, en estos momentos, sujeto a incertidumbres derivadas, además de la definición de la autoridad de la que dependería, de la necesidad de que exista un respaldo financiero mutuo por parte de los Estados implicados en última instancia, una circunstancia que, según algunos de estos Estados, exigiría un cambio en los Tratados, con todas las complicaciones que ello lleva consigo. Algo parecido podría decirse de un sistema de garantía de depósitos común, que ni siquiera aparece mencionado siempre entre los elementos de la unión bancaria.

Decisiones urgentes son las otras dos, tendentes a eliminar los problemas de transmisión de la política monetaria del BCE: a procurar, ante todo, que llegue financiación a las empresas, especialmente a las de pequeña y mediana dimensión, con menor capacidad de apelación directa a los mercados. Para ello, es necesario arbitrar mecanismos institucionales que no sean necesariamente intermediados por los sistemas bancarios.

Por último, el BCE, en nuestra opinión, debe ser más activo en la compra directa de deuda pública, de la misma forma que lo hace la Reserva Federal, en lugar de utilizar a los bancos como canal prioritario de la financiación de la deuda soberana. En estos momentos, los Tratados no permiten dicha financiación a través del mercado primario, motivo por el cual el BCE sólo ha intervenido en el mercado secundario.

Si se desea, podrían cambiarse los Tratados a tal fin, pero, aparte de la dificultad de obtener un consenso en este terreno, tal vez fuera mejor, a la luz de la experiencia de esta crisis y de los objetivos o misiones atribuidos a otros bancos centrales, como la FED, replantearse si tiene sentido la prioridad absoluta asignada a la estabilidad de precios para el BCE, máxime ante un entorno, como es el actual, donde este objetivo no corre riesgos significativos y sí lo hace el crecimiento económico, con todas sus implicaciones para el empleo y el bienestar social.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DE GRAUWE, P.; JI, Y. (2013): «Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications», *VoxEu.org*, February, 21th.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI) (2012): *World Economic Outlook (WEO). Coping with High Debt and Sluggish Growth, October*.
- (2013): *Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World*. Washington, April.
- SHAMBAUGH, J. C. (2012): «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, March 12th.

La política monetaria única y sus efectos regionales

El interés por el estudio de los efectos asimétricos que puede tener la política monetaria única (PMU) en los países integrantes de la eurozona ha dado origen a una ingente literatura, fundamentalmente de carácter empírico, que se ha ocupado de analizar las respuestas del *output* y los precios de los países europeos ante los supuestos *shocks* monetarios ocasionados por las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE). Buena parte de ella revela la existencia de importantes diferencias no sólo en el impacto total que los *shocks* monetarios ocasionaban en el *output* y los precios de distintos países, sino también en sus trayectorias temporales, lo cual era interpretado como un indicio de las asimetrías regionales que ocasionaría la puesta en marcha de la PMU en la eurozona. En este trabajo se realiza una síntesis del debate en torno a las asimetrías regionales de la PMU teniendo en cuenta la experiencia y la documentación empírica que se ha ido generando en estos casi quince años de trayectoria de la eurozona, con la doble intención de: propiciar una reflexión crítica al respecto de los resultados empíricos obtenidos hasta la fecha y apuntar algunos cambios que habría que introducir en el actual marco operativo de la PMU.

Euroguneko herrialdeetan diru-politika bakarrak izan ditzakeen ondorio asimetrikoak aztertzeko interesak ikerketa eskerga ekarri du, enpirikoa funtsean. Europako Banku Zentralak hartutako diru-politikaren arloko neurriek eragindako diru-shocken aurrean diru-politika bakarrak eta Europako herrialdeetako prezioek emandako erantzunak aztertu dituzte ikerketa horien bitartez. Ikerketa horrek, neurri handi batean, alde handiak agerrazaten ditu, bai diru-shockek herrialde jakin batzuen hazkundean eta prezioetan izandako eragin osoan bai denborazko ibilbideetan; eurogunean diru-politika bakarra abiarazteak eragin dezakeen eskualde-asimetrien zantzu gisa interpretatu da hori. Eurogunearen ia hamabost urte hauetan sortutako esperientzia eta ebidentzia enpirikoa aintzat hartuta, asimetria horiek arintzeko diru-politika bakarraren egungo esparruan egin beharko liratekeen aldaketak proposatzen eta iradokitzen dira.

Increasing interest in exploring the possible asymmetric effects of Single Monetary Policy (SMP) on euro zone countries has resulted in a great deal of research, most of it empirical in nature, into the response of GDP and prices in European countries in the face of the monetary shocks caused by the monetary policy measures adopted by the ECB. Much of this research points to the existence of major differences not just in the overall impact of monetary shocks on growth and prices in different countries but also in their timing. This has been interpreted as a sign of regional asymmetries that could be caused by implementing the SMP in the euro zone. Taking into account the experience and empirical evidence built up over the almost-fifteen-year history of the euro zone, proposals are made for changes that should be introduced in the current operational framework of the SMP with a view to palliating those asymmetries.

Carlos J. Rodríguez Fuentes

Universidad de La Laguna

Fernanda Faria Silva

Universidade Federal de Ouro Preto y CEDEPLAR

David Padrón Marrero

Universidad de La Laguna

157

Índice

1. Introducción
 2. Los cambios en el marco operativo de la política monetaria del BCE
 3. La integración monetaria y la heterogeneidad económica
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: eurozona; asimetrías regionales; política monetaria.

JEL CODES: E52; E32; E61.

1. INTRODUCCIÓN

El interés y la preocupación por el estudio de los efectos de la política monetaria única sobre los países de la eurozona son anteriores a su propia implantación, en enero de 1999. Esta preocupación se fundamentaba en los abundantes estudios empíricos que corroboraban la existencia (o inexistencia) de condiciones que podrían dificultar la transmisión uniforme de los *shocks* de política monetaria en el seno de la eurozona, lo cual podría obstaculizar el proceso de convergencia económica que se esperaba trajera consigo la integración monetaria, y de este modo poner en riesgo su continuidad.

No obstante, muchos autores alegaban en aquel entonces que, debido a la exigencia de unas condiciones de partida semejantes (los denominados criterios de convergencia nominal), al establecimiento de un marco operativo que garantizara la estabilidad de los precios, y a la esperanza de que la integración financiera fuera suavizando las diferencias iniciales, las asimetrías monetarias fueran sólo una preocupación temporal, o transitoria, porque los factores que las ocasionaban (diferencias en

las estructuras productivas y financieras, asincrónicas cíclicas o diferenciales de inflación entre los países de la eurozona) acabarían desapareciendo a medio plazo.

Las razones aducidas para esta visión optimista acerca de la rápida desaparición de las asimetrías eran:

- a) exigir unas condiciones de partida semejantes (los denominados criterios de convergencia nominal).
- b) haber establecido un marco operativo que garantizaba la estabilidad de precios.
- c) que la paulatina integración financiera fuera suavizando las diferencias iniciales,

Efectivamente, buena parte de las preocupaciones iniciales por las asimetrías de la política monetaria única fueron, poco a poco, perdiendo el interés y la atención de los investigadores a medida que pasaban los años desde su arranque en 1999; y no sólo porque de forma inesperada el temido fantasma de la inflación se transformó en el problema real de la deflación, sino porque el elevado crecimiento registrado en la zona euro hasta 2007 puso en segundo término esas preocupaciones iniciales, que llegaron a ser catalogadas como catastrofistas. Pero la crisis financiera y económica que lleva sacudiendo a muchos países europeos desde 2008 ha sacado a la luz nuevos problemas que están interfiriendo en el funcionamiento de la eurozona, como son la inexistencia de un mercado bancario integrado, la falta de una política común de supervisión de la actividad financiera y crediticia y, por supuesto, la necesidad de un marco de actuación para la política monetaria que no esté condicionado por apriorismos ideológicos que limiten innecesaria e injustificadamente las actuaciones de la autoridad monetaria para usar la política monetaria no sólo como un instrumento al servicio de la estabilidad de precios, sino también del crecimiento económico, la cohesión económica y social y la estabilidad financiera. Así, resulta muy revelador que el presidente del Banco Central Europeo (BCE) haya advertido, recientemente, sobre la importancia de avanzar en la unión bancaria, un elemento que hasta hace unos pocos años se consideraba alcanzado de un modo irreversible, porque se suponía era inherente a la propia unión monetaria, al tiempo que constituía una condición necesaria para asegurar la «transmisión» de las decisiones de política monetaria del BCE.¹

En el contexto general que hemos descrito, nuestro trabajo pretende abordar el análisis de los efectos de la política monetaria única (PMU) en los países que conforman la eurozona, con un doble objetivo: 1) propiciar una reflexión crítica sobre la adecuación de los análisis empíricos desarrollados hasta la fecha en relación con las asimetrías regionales de la política monetaria única, y 2) apuntar algunas pro-

¹ Declaraciones del presidente del BCE, Mario Draghi, realizadas el 24 de mayo de 2013.

puestas de cambios institucionales en el sistema operativo de la PMU que la crisis financiera y económica que se desató en 2007 está reclamando desde hace ya tiempo.

Con esta finalidad, el trabajo se estructura en cuatro apartados, entre los que se incluye esta introducción. Para poder analizar sus efectos, y evaluar el grado de consecución de sus objetivos, en el segundo apartado se ofrece una descripción concisa del marco operativo de funcionamiento de la PMU, así como de los cambios que se han producido en él desde su arranque en 1999. Con este primer análisis pretendemos poner de manifiesto las limitaciones «autoimpuestas» en el plano monetario en el diseño de la unión monetaria, las cuales han salido a la luz rápida (e inesperadamente para algunos analistas), no sólo como consecuencia de la gravedad de la crisis, sino también porque buena parte de los problemas que padece hoy la unión monetaria europea se creían (ingenuamente) desterrados para siempre cuando se debatió su diseño inicial (por ejemplo, la existencia de segmentación en los mercados de crédito). Este hecho explica el improvisado recurso del BCE a los denominados instrumentos no convencionales, que en otros tiempos habrían sido catalogados como heterodoxos y que por eso hoy algunos incluso los tildan de vulneradores de la propia norma comunitaria. Sin embargo, heterodoxos o no, se han mostrado eficaces para afrontar estos nuevos retos que no se contemplaban ni preveían en el marco inicial diseñado en la segunda mitad de los años noventa.² Creemos que este hecho pone claramente de manifiesto la urgente necesidad de abordar una reforma *de iure* en lo que, *de facto*, ya ha sido cambiado en el marco operativo de funcionamiento de la PMU. Asimismo, entendemos que el marco institucional oficial en el que se desenvuelven las decisiones de política monetaria del BCE, al contemplar explícitamente el carácter monetario de la inflación y el principio de neutralidad monetaria, ha condicionado y sesgado los análisis empíricos para analizar los efectos asimétricos de la PMU.

El tercer apartado del artículo se centra ya en el análisis de los resultados de la política monetaria entre los países que participan en la eurozona desde su arranque, en enero de 1999. En este apartado se desarrollan dos análisis de carácter descriptivo y complementario, aunque de diferente naturaleza, que pretenden poner de manifiesto las persistentes «tensiones monetarias regionales» que ha ocasionado la política de tipos de interés de talla única practicada por el BCE, así como la, cuanto menos, ambigüedad de los resultados empíricos en torno a los efectos de los *shocks* monetarios sobre el *output* y los precios en los países de la eurozona.

Por último, en el cuarto apartado se resumen las principales conclusiones que se desprenden del análisis desarrollado en el trabajo.

² Por ejemplo, Cicarelli *et al.* (2013) no sólo evalúan positivamente las medidas no convencionales del BCE, sino que reclaman abiertamente la necesidad de darles continuidad.

2. LOS CAMBIOS EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

La política monetaria que ejecuta el BCE desde 1999 tiene por objetivo primordial preservar y garantizar la estabilidad de precios en la zona euro, y de forma subsidiaria (o complementaria) contribuir al crecimiento económico y la cohesión en la eurozona. Estos objetivos tienen un reflejo claro en el marco operativo diseñado para la ejecución de la PMU y el propio funcionamiento del BCE, que no sólo contempló un objetivo preciso de inflación, sino que además establecía un procedimiento operativo (los denominados dos pilares) en los que, aunque se reconocía el objetivo de crecimiento, se establecía claramente la prioridad de la estabilidad de precios.

Pero de sobra es conocido que el marco inicial que se puso en marcha en enero de 1999 ha sufrido varias modificaciones desde entonces. Una de ellas acaeció en 2003, no sólo para adaptar este diseño al inesperado escenario deflacionista y de estancamiento económico que se observó en la zona euro en ese período, sino también a la preocupante persistencia de los diferenciales de inflación en el seno de la eurozona.

Así, en contra de la esperada convergencia en los niveles de precios en el seno de la unión económica y monetaria como consecuencia del avance en el grado de integración de los mercados de bienes, el incremento en los niveles de competencia, y los resultados del principio de la ley del único precio que subyace en este razonamiento, el BCE pronto tuvo que claudicar ante la mentada persistencia de los diferenciales de inflación, y afrontar la frustración de tener que reconocer sus limitaciones para revertir esta situación exclusivamente desde el ámbito de la política monetaria (BCE 2004:53). De este modo, el BCE modificó en 2003 su definición inicial de estabilidad de precios, que era la de mantener la tasa de inflación por debajo del 2%, y adoptó otra nueva consistente en «mantener una tasa de inflación en el entorno del 2%, a medio plazo» (BCE 2003). Este cambio fue justificado por la necesidad de encarar el problema de la deflación que padecía la zona euro, al entender que existía margen para ello sin poner en riesgo el mandato estatutario de la estabilidad de precios (BCE 2003a: 79). Pero en 2003 no sólo se produjo un cambio en la definición del objetivo estabilidad de precios, sino que también se produjo la creación de un equipo de investigación para el estudio de este resultado completamente inesperado (con respecto a la previsión teórica inicial) de la persistencia de los diferenciales de inflación en la zona euro, por los problemas que esto podría causar a la PMU.³ Así, podríamos destacar dos implicaciones relevantes al respecto de esta cuestión. La primera, que la persistencia de los diferenciales de inflación en el seno de la eurozona podrían interpretarse como un indicio razonable de que la inflación

³ Un trabajo pionero en el estudio de estos efectos fue Björksten y Syrjänen (2000).

no es «siempre y en cualquier lugar» un fenómeno monetario, y por ello puede resultar injustificado, o demasiado costoso (al valorar el efecto neto de los costes de oportunidad en que se incurre por no perseguir otros objetivos⁴ y los modestos beneficios cosechados en materia de reducción de los diferenciales de inflación) que la política monetaria del BCE se oriente exclusivamente a la lucha contra la inflación. Una segunda implicación es que, al practicar el BCE una política de tipos de interés de «talla única», que toma como referencia la eurozona, la persistencia de los diferenciales de inflación podría implicar distintas tensiones monetarias regionales entre los países que se desvían del promedio de inflación de la eurozona (BCE 2004: 54). Por ese motivo el propio BCE señaló ya en 2003 que debía considerar el tamaño y la persistencia de los diferenciales de inflación en el conjunto de la eurozona (BCE 2003b: 6). Pero incluso compartiendo esta apreciación, consideramos que es completamente necesario que el BCE también incorpore en su estrategia de toma de decisiones⁵ un hecho evidente y recurrente, que incluso se ha constatado en buena parte de los trabajos empíricos⁶ desarrollados por su equipo de investigadores: la escasa (y a veces de signo contrario al esperado) respuesta de los precios a los *shocks* monetarios, lo cual debería conducir a una reformulación del modelo económico subyacente en su esquema de «los dos pilares», que aunque reconoce que la correlación entre la cantidad de dinero y los precios podría diluirse, por la existencia de rigideces reales o financieras a corto plazo, a largo plazo se cumple siempre el supuesto de neutralidad monetaria.

La neutralidad monetaria parece ser una de las pocas conclusiones a las que llegaron los trabajos desarrollados al amparo del *Monetary Transmission Network*, cuya creación coincidió con el arranque de la PMU en 1999 para dar respuesta a las preocupaciones e inquietudes con relación a los posibles efectos asimétricos que la PMU podría tener sobre los distintos estados miembros de la eurozona. Tras más de dos años dedicados al estudio de este asunto, materializados en innumerables trabajos de carácter fundamentalmente empírico cuyas conclusiones se compilaron en Angeloni *et al.* (2003), el grupo de investigadores concluyó que «los *shocks* monetarios

⁴ Objetivos como, por ejemplo, la promoción del crecimiento económico, el empleo, la protección social, los estándares en los niveles y calidad de vida, la cohesión social y la solidaridad entre los estados miembros de la Unión, enumerados en el art. 2 del tratado de la Unión.

⁵ Por estrategia monetaria entendemos «el esquema de razonamiento y el conjunto de procedimientos que son empleados por el banco central para transformar la información relevante en decisiones de política monetaria» (Issing *et al.* 2001: 2), lo cual es algo radicalmente distinto (y mucho más complejo) a lo que postulan las reglas de política monetaria (Taylor, 1993), porque «la estrategia monetaria constituye un esquema para procesar la información que no puede expresarse en una función matemática simple» (Issing *et al.* 2001: 4-5) al no disponer de un conocimiento certero, ni sobre el verdadero modelo económico (*model of uncertainty*) que subyace a la toma de decisiones en el ámbito macroeconómico, ni sobre las respuestas de los propios agentes (*parameter uncertainty*) ante tales decisiones por parte de la autoridad monetaria (Issing *et al.* 2001: 100).

⁶ Por ejemplo, en Angeloni *et al.* (2003: 9) se señala que una de las cuestiones esenciales a abordar en la futura investigación es «por qué la inflación responde tan poco a los *shocks* monetarios contractivos».

sólo tenían efectos transitorios sobre el *output* agregado de la eurozona pero duraderos sobre los precios», si bien adelantamos que el examen más detallado que realizaremos sobre este asunto en el apartado tercero de este trabajo nos permitirá añadir algunas puntualizaciones que consideramos relevantes sobre este particular.

Pero además de los cambios relacionados con la definición de la estabilidad de precios, el BCE ha tenido que ir haciendo frente a otros elementos que han podido influir en su estrategia de política monetaria, y que ha abordado mediante la creación de otros equipos de investigación, como el *Macro-Prudential Research Network* (MaRS), creado en la primavera de 2010 para analizar los fallos de supervisión y regulación financiera y el riesgo sistemático relacionado con la crisis desatada en el verano de 2007; el *Wage Dynamics Network* (WDN), para estudiar las repercusiones de los salarios, los costes laborales y los precios en la PMU y el más reciente *Competitiveness Research Network* (CompNet), creado a finales de 2011, para estudiar la medición y los determinantes de la competitividad en la zona euro.

Llama la atención que el interés mostrado por el BCE en analizar estas cuestiones, por sus importantes implicaciones en la ejecución y los resultados de la PMU, no haya logrado aún modificar el objetivo exclusivo de estabilidad de precios que se le asigna oficialmente. Más bien parece que el interés por el estudio de estas cuestiones esenciales, y con consecuencias tan claras para la política monetaria y económica de la zona euro, siempre se acaba orientando hacia el supuesto de la neutralidad monetaria, en la línea de «apuntalar» el marco operativo oficial vigente, en vez de orientarse hacia una reformulación del mismo. De llevarse a cabo esta reformulación el BCE podría actuar como otros bancos centrales de economías desarrolladas (EEUU o Reino Unido), garantizando la estabilidad financiera y la supervisión de las entidades financieras, proporcionando la liquidez necesaria para ello, y no sólo limitando estas actuaciones por la auto-imposición de un objetivo que la historia reciente y la evidencia empírica está poniendo en tela de juicio: la estabilidad de precios. Creemos, además, que el análisis de las actuaciones (ordinarias y extraordinarias) del BCE en los últimos años refleja, muy claramente, que el marco operativo de funcionamiento de la PMU ha sufrido importantes modificaciones *de facto*, aunque no todavía *de iure*, por las exigencias de la crisis, y que va siendo ya hora de que esas modificaciones *de facto* se conviertan en modificaciones *de iure*.

3. LA INTEGRACIÓN MONETARIA Y LA HETEROGENEIDAD ECONÓMICA

El análisis que se desarrolla en este apartado se centrará en dos planos de carácter empírico. En primer lugar, se analizan las distintas tensiones monetarias que ha originado la política de tipos de interés de talla única del BCE entre los países de la eurozona, debido a la existencia (y persistencia) de diferenciales de inflación y crecimiento entre ellos. En segundo lugar se analizan las diferencias de los efectos de los

shocks monetarios ocasionados supuestamente por las variaciones de los tipos de interés inducidas por las decisiones de política monetaria del BCE.

El objetivo que perseguimos con ambos análisis es el de cuantificar la magnitud y relevancia de ambos elementos en el período de funcionamiento de la PMU, los cuales han estado siempre presentes a la hora de estudiar los efectos regionales de la PMU, con la intención de sugerir que la evidencia empírica disponible y la experiencia están reclamando un cambio en los objetivos y el marco operativo de la PMU.

3.1. Las tensiones monetarias regionales en la eurozona

Uno de los retos a los que se enfrenta el BCE al adoptar sus decisiones sobre el establecimiento de las condiciones monetarias de la zona euro es el de la existencia de heterogeneidad interna en materia de las variables macroeconómicas que influyen en sus decisiones. Aunque este problema no es exclusivo de la eurozona, pues resulta obvio que tales diferencias existen en cualquier unión monetaria, y también existieron en los propios países que hoy conforman la eurozona antes de su incorporación a la misma, en el caso de la eurozona resulta algo más problemático porque se trata de un proyecto institucional (la unión monetaria) impulsado políticamente, sin que en el plano político institucional y económico haya habido un avance de magnitud comparable a la hora de consensuar respuestas de política económica para afrontar tales circunstancias. En el plano económico, basta con señalar la no existencia de un «brazo fiscal» común en la eurozona, mientras que en el plano político basta con señalar las notorias discrepancias nacionales en relación con la acción política requerida para afrontar la crisis económica y financiera en la eurozona.

Con esta idea como trasfondo, en este apartado analizaremos, *grosso modo*, el grado relativo de adecuación de las condiciones monetarias globales establecidas por el BCE para cada uno de los países que conforman la eurozona. En definitiva, nuestro objetivo consistirá en analizar si la política monetaria de talla única aplicada por el BCE desde 1999 se ha adecuado a las condiciones económicas generales de los países que conforman la eurozona.⁷ Para analizar esta cuestión nos apoyaremos en las denominadas reglas de política monetaria, que se pueden definir como una función que especifica la respuesta de un banco central ante los cambios que se producen en la economía; en concreto, nos apoyaremos en la conocida como «regla de Taylor», que fue propuesta por el economista John B. Taylor en 1993 para explicar la política de tipos

⁷ De sobra es conocido que el marco operativo por el que se rige el BCE para orientar sus medidas de política monetaria no contempla ninguna regla monetaria. Sin embargo, tanto la investigación empírica como teórica, muestran que la regla de Taylor puede ser una guía para aproximarse a las decisiones de política monetaria de los bancos centrales (Ball 1997; Svensson 1997 y 1999; Clarida *et al.* 1998; Angeloni y Dedola 1999; y Gerlach y Schnabel 1999). Los bancos centrales se preocupan tanto por corregir las tensiones inflacionistas como por las fluctuaciones económicas, lo que nos permite justificar el uso de esta famosa regla monetaria para reproducir las decisiones del BCE en materia de tipos de interés.

de interés practicada por la Reserva Federal de los Estados Unidos entre los años 1987 y 1992 (Taylor, 1993), y que puede representarse del siguiente modo:

$$i_t = r^* + \pi^* + \beta(\pi_t - \pi^*) + \gamma(Y_t - Y^n) \quad (1)$$

donde i_t es el tipo de interés de intervención de la autoridad monetaria, r^* es el tipo de interés real natural (o de equilibrio) a largo plazo, π^* la tasa de inflación objetivo, π_t la tasa de inflación actual, Y_t e Y^n son el nivel de producción actual y el potencial, respectivamente, y por tanto, su diferencia es el *output gap* (X_t). Los parámetros β y γ representan la respuesta del tipo de interés de intervención de la autoridad monetaria ante las desviaciones de la tasa de inflación y del producto respecto de sus niveles objetivo o naturales. Asumiendo un tipo de interés real de equilibrio del 2% y una inflación objetivo también del 2%, y una respuesta mucho más agresiva por parte del banco central ante las desviaciones respecto del objetivo de inflación ($\beta=1,5$) que las ocasionadas por las desviaciones en el *output gap* ($\gamma=0,5$), la regla de política monetaria adoptaría esta forma

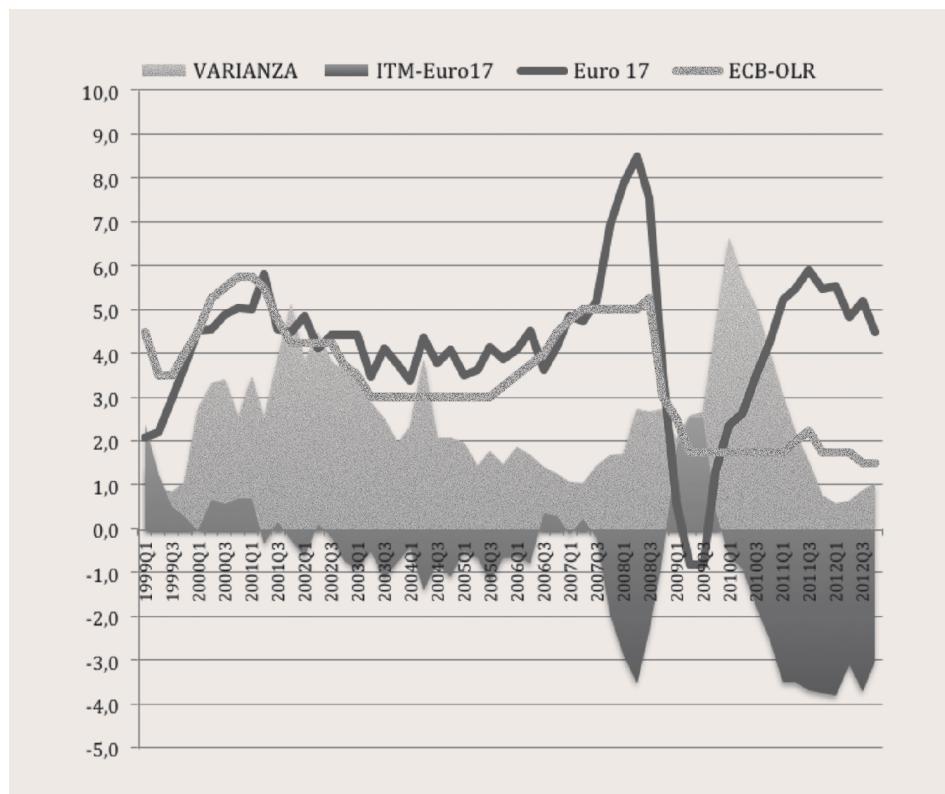
$$i_t = 4 + 1,5(\pi_t - 2) + 0,5X_t \quad (2)$$

El gráfico nº 1 recoge el tipo de interés que resultaría de haber aplicado la regla de política monetaria indicada en la expresión 2 en la eurozona (Euro 17), así como la variabilidad (medida por la varianza) entre los 11 tipos que resultarían al aplicar tal regla a cada uno de los 11 países con los que arrancó la eurozona en 1999. En el gráfico también se recoge, a efectos comparativos, el tipo oficial de intervención del BCE (ECB-OLR) y el índice de tensión monetaria (ITM-Euro 17), que se calcula como diferencia entre el tipo de interés oficial y el resultante de aplicar esta regla.

De la interpretación de la información reflejada en el gráfico nº 1, se podría concluir que hasta el tercer cuatrimestre de 2007 existió una correlación entre la política de tipos seguida por el BCE y el tipo que resultaría de aplicar una regla de Taylor. Asimismo, y aunque existen diferencias importantes entre países (tal y como sugiere el valor de la varianza), estas crecen fuertemente al principio del periodo para luego descender casi de forma ininterrumpida, a partir del 2002. En conjunto, se habrían producido tensiones monetarias (entendiendo por tal un tipo oficial superior al que resultaría de aplicar la regla de Taylor) en los dos primeros años del arranque de la eurozona y, puntualmente, en 2009. Para el resto del período no se habrían registrado tensiones monetarias dignas de mencionar, salvo para el período de crisis, en donde el BCE ha practicado una política «expansiva» de acuerdo con las condiciones de inflación y la posición cíclica del conjunto de la eurozona.

En el cuadro nº 1 se reflejan los promedios de los índices de tensión monetaria (expresados en valor absoluto) para los países de la eurozona, antes y después del tercer trimestre de 2007, que tomamos como punto de referencia para el inicio de la crisis actual.

Gráfico nº 1. LOS TIPOS DE INTERÉS Y LAS TENSIONES MONETARIAS EN LA EUROZONA



Fuente: BCE y Eurostat. Elaboración propia.

Cuadro nº 1. VALORES PROMEDIO DE LOS ÍNDICES DE TENSIÓN MONETARIA*

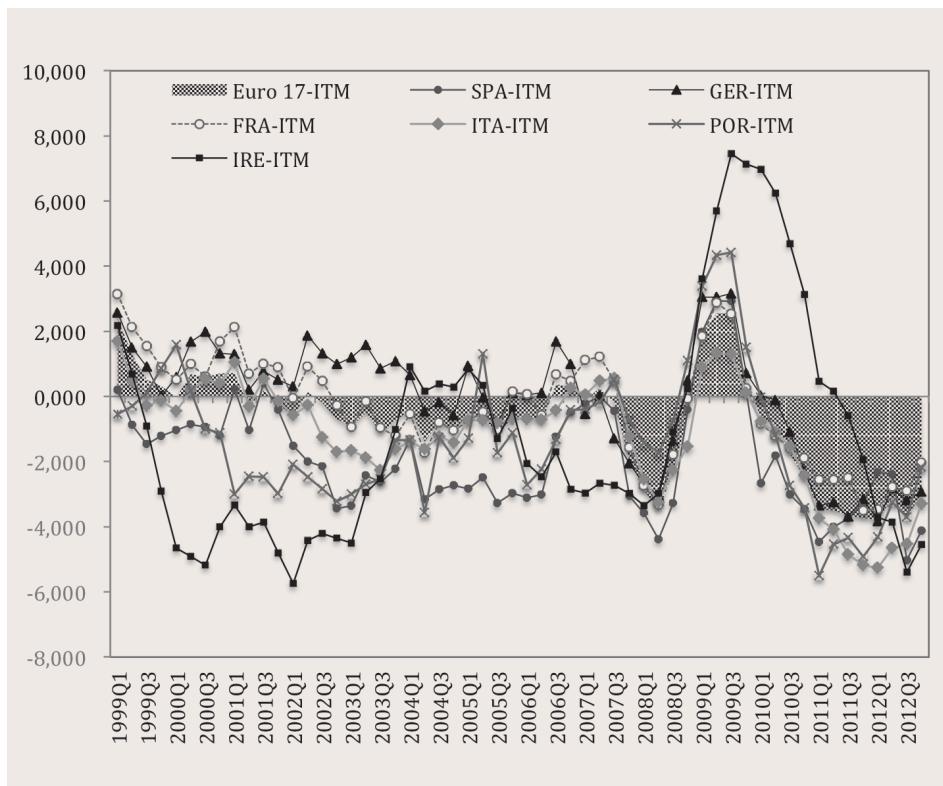
	AUS	BEL	GER	SPA	FIN	FRA	IRE	ITA	LUX	NET	POR	Euro 17
1999:Q1 2007:Q3	0,78	1,02	0,89	1,71	1,31	0,92	2,66	0,83	1,89	1,25	1,66	0,63
2007:Q4 -012:Q4	2,78	3,28	2,35	3,00	3,19	2,14	3,63	2,66	3,70	1,81	2,83	2,50
Incremento en pp	2,01	2,26	1,46	1,29	1,88	1,21	0,97	1,83	1,82	0,56	1,18	1,86

* Diferencias entre el tipo oficial y el «tipo Taylor», en valor absoluto.

Fuente: BCE y Eurostat. Elaboración propia.

Para el período de expansión que va desde el inicio de 1999 hasta el tercer trimestre de 2007, los datos sobre tensiones monetarias reflejan que la brecha entre el tipo de interés oficial establecido por el BCE para la eurozona y el que habría resultado de considerar las condiciones de cada economía en particular, alcanzó sus máximos en estos cuatro países: Irlanda, Luxemburgo, España y Portugal. Además, los datos individuales por países reflejan que, con carácter general, para Irlanda, España y Portugal, estas tensiones siempre han sido resultado de una política monetaria excesivamente laxa, mientras que para Luxemburgo las tensiones son resultado también de una política monetaria excesivamente restrictiva (tipos oficiales superiores a los indicados por la regla de Taylor). En el resto de países de la eurozona también se registraron estas tensiones, pero fueron de menor magnitud que en los casos ya señalados.

Gráfico nº 2. ÍNDICES DE TENSIONES MONETARIAS EN ALGUNOS PAÍSES DE LA EUROZONA*



* Diferencias entre el tipo oficial y el «tipo Taylor», en valor absoluto.

Fuente: BCE y Eurostat. Elaboración propia.

Es difícil concretar el efecto causal que el mantenimiento prolongado de unas condiciones monetarias tan laxas haya podido ejercer en el elevado ritmo de crecimiento económico y en el aumento del nivel de endeudamiento de estas economías en el pasado, pero es indudable que la correlación entre ambos elementos ha existido, y que existe un consenso entre los analistas sobre el papel protagonista que los bajos tipos de interés prevalecientes en esta etapa jugaron en la expansión del crédito en la eurozona.⁸ Los resultados de nuestro análisis parecen reforzar esta hipótesis, pues indican que este factor actuó con mayor intensidad en tres de las economías denominadas como periféricas de la eurozona. De ser así, resultaría obvio que la política monetaria, al no haber estado acompañada de otra política de control y supervisión del endeudamiento, bancos y estados habría contribuido a la fragilidad financiera del modelo de crecimiento vigente durante ese período.

Con respecto al segundo período de nuestro análisis, aquel que se inicia en el último trimestre de 2007, cabe destacar dos diferencias notables con respecto a los años previos de expansión (1999-2007). La primera diferencia es una elevación generalizada en las tensiones monetarias⁹ en todos los países sin excepción, que son resultado de la fuerte reducción de los tipos oficiales en respuesta a la crisis financiera. La segunda diferencia se refiere al signo de las tensiones monetarias. Así, cuando se excluye del análisis el año de 2009, se observa que, con carácter general, ahora las tensiones monetarias tienen el mismo signo para todos los países: el tipo oficial¹⁰ fijado por el BCE es siempre muy inferior al que resultaría de considerar las tensiones inflacionistas y la posición cíclica de cada economía. Llama la atención, también, que tres de las cuatro economías para los que las condiciones monetarias durante la fase de expansión resultaron excesivamente laxas (Irlanda, Portugal y España) también padecen esta situación en esta etapa de recesión. Sin embargo, ahora estas condiciones monetarias tan laxas no están consiguiendo la recuperación del crédito, ya que en dos de estos países (Irlanda y España) se registran fuertes contracciones del crédito (cuadro nº 2). Este hecho podría indicar que la política monetaria pudo haber tenido un efecto asimétrico no sólo entre los distintos países de la eurozona al crear distintas tensiones nacionales, lo cual se manifiesta claramente en la varianza de los índices de tensiones monetarias, sino también entre las distintas fases del ciclo, pues aunque posiblemente impulsó en la anterior fase de expansión el crecimiento del crédito más

⁸ Taylor (2009) y Hofmann y Bogdanova (2012) han señalado la vinculación entre el aumento de la vulnerabilidad financiera y el mantenimiento de unas condiciones monetarias excesivamente laxas durante un período de tiempo prolongado.

⁹ El promedio de las tensiones monetarias (en valor absoluto) alcanzan los 1,35 puntos porcentuales (pp) entre el primer cuatrimestre de 1999 y el tercero de 2007, mientras que para el segundo período se sitúan en los 2,82 pp.

¹⁰ Obviamente, esta brecha es resultado del cambio de comportamiento del BCE para hacer frente a la crisis, que recurre incluso a operaciones de liquidez excepcional con el fin de garantizar toda la liquidez necesaria a las entidades bancarias de algunos países de la eurozona para hacer frente a sus necesidades de financiación.

intensamente en los denominados países periféricos de la eurozona, ahora, en plena crisis, y a pesar de su tono extremadamente expansivo y las medidas excepcionales llevadas a cabo, la política monetaria del BCE no está consiguiendo su objetivo de reactivar el crédito en estas mismas economías ahora deprimidas.

Cuadro nº 2. LAS TASAS DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO Y DEL PIB NOMINAL (en %)

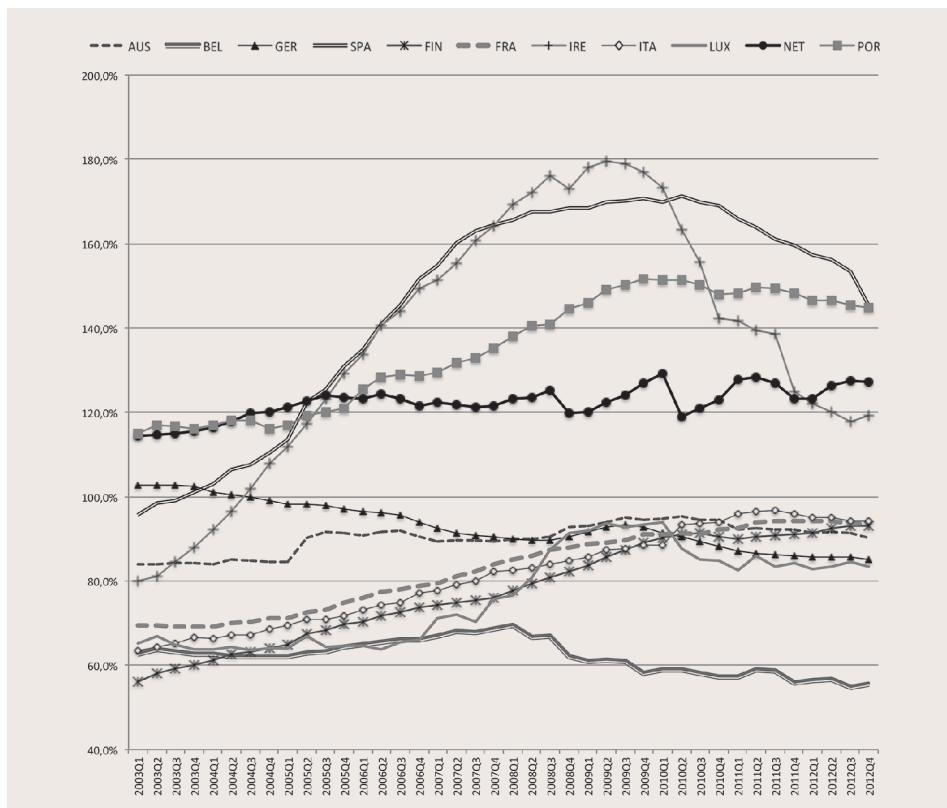
	2003:Q1-2008:Q3		2008:Q4-2012:Q4	
	Crédito	PIB	Crédito	PIB
Austria	37,4	33,5	6,4	12,0
Bélgica	36,8	27,1	-2,9	11,0
Alemania	1,4	21,5	0,3	8,7
España	156,1	39,0	-16,6	-3,8
Finlandia	86,3	37,9	18,4	5,3
Francia	56,3	21,2	11,7	6,0
Irlanda	203,1	32,0	-36,9	-7,5
Italia	59,0	21,9	10,2	-0,1
Luxemburgo	109,5	49,2	8,5	24,2
Holanda	38,0	21,7	7,3	1,1
Portugal	49,0	26,9	-3,6	-6,1

Fuente: BCE, Eurostat y Banco de España. Elaboración propia.

El estancamiento registrado en la expansión del crédito a partir de 2008 en estos países ha sido interpretado como un resultado inevitable, necesario e incluso positivo, dado el elevado nivel de endeudamiento alcanzado en la fase de expansión y el estancamiento económico que se padece en estos momentos. Es obvio, y comprensible, que ritmos de avance en la ratio préstamos/PIB como los que se observan en el gráfico nº 3 no sean sostenibles, pero no porque el elevado nivel de endeudamiento alcanzado desate las dudas entre los prestamistas, sino porque la incesante elevación de esa ratio refleja una excesiva velocidad de «lo financiero» frente a «lo productivo» (financiarización) o, dicho de otra forma, una escasa capacidad económica-social para transformar el crédito en un mayor potencial de crecimiento, fruto de una reducida «eficiencia funcional» del sector bancario.¹¹

¹¹ En Chick *et al.* (Ekonomiaz nº 84, 2013) se ofrece un análisis más detallado sobre esta cuestión.

Gráfico nº 3. EL PESO RELATIVO DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS AL SECTOR PRIVADO EN EL PIB (%)



Fuente: BCE y Eurostat. Elaboración propia.

Pero además de pasar por alto esta observación, aquellos que insisten en señalar que el desendeudamiento debe entenderse como algo natural, sano e inevitable, después de un período de excesivo apalancamiento¹², deberían también tener presente los «efectos reales» derivados de una rápida y sostenida reducción del crédito bancario, que se ha convertido en algunos países en el principal obstáculo para la recuperación económica, lo cual se aprecia claramente en los datos recogidos en la «Encuesta sobre las condiciones de acceso a la financiación de las pymes en el área del euro» que proporciona el BCE. En este sentido, en un trabajo reciente que analiza estos datos (Maudos, 2013) se concluye que con la crisis no sólo se ha interrumpido el proceso de convergencia (hacia niveles más bajos) en los costes de financiación

¹² Resulta llamativo que un mismo fenómeno (endeudamiento) sea etiquetado de forma distinta dependiendo de la fase cíclica en la que nos encontramos. Así, el elevado crecimiento del crédito en la expansión fue catalogado como «apalancamiento», mientras que la caída brutal de éste (*credit-crunch*) tras la crisis es calificado como un sano y necesario proceso de «desendeudamiento».

entre los países de la eurozona, sino que las diferencias se han incrementado notablemente, particularmente para los países más afectados por la crisis económica y de deuda soberana, y en el segmento de la financiación de las pequeñas y medianas empresas y la adquisición de vivienda (cuadro nº 3). Obviamente, las diferencias que se aprecian en el cuadro nº 3 no sólo resultan preocupantes desde la perspectiva de la recuperación del crecimiento económico, sino también desde el punto de vista de la consecución de los objetivos de la PMU, que ve como sus decisiones sobre tipos de interés resultan incapaces de reactivar la actividad económica como consecuencia de la segmentación creciente en los mercados bancarios, que no sólo están impidiendo la consecución del objetivo del restablecimiento del flujo de crédito, sino también ocasionando importantes tensiones que se padecen mucho más intensamente en algunos países, como podría ser España. Esta es, sin duda, una nueva modalidad de asimetrías en los efectos de la PMU que nunca se pensó se pudiera llegar a producir en el seno de la eurozona, y para las cuales el propio BCE ha señalado que no dispone de instrumentos ordinarios en el actual marco operativo de funcionamiento de la PMU para su resolución, salvo las extremas (y fuertemente criticadas por algunos actores destacados, como el Bundesbank) medidas de carácter no convencional.

Cuadro nº 3. LOS TIPOS DE INTERÉS PROMEDIO PARA LOS PRÉSTAMOS NUEVOS A LAS EMPRESAS (en %)

	< 1 Millón €		> 1 Millón €	
	Países «con riesgo»	Resto de Países	Países «con riesgo»	Resto de Países
Período 2003-2007	5,0	4,7	4,0	3,6
Período 2008-2012	5,9	4,0	4,4	3,2

Fuente: Maudos (2013: 10).

3.2. Las asimetrías de los shocks monetarios

Antes del arranque de la eurozona, en enero de 1999, la abundante literatura que se había producido sobre las repercusiones derivadas de la cesión irrevocable de soberanía monetaria nacional desde los estados miembros de la eurozona al BCE, advertía sobre la existencia de distintos costes y beneficios (para los países europeos que se integraran en la eurozona) asociados a la puesta en marcha de este proyecto de unión monetaria. Entre los beneficios se encontraba el aseguramiento de la estabilidad de precios y la consecución de mayores niveles de estabilidad macroeconómica; y entre los costes siempre se señalaba la posibilidad de que los efectos de las decisiones de política monetaria pudieran ocasionar efectos asimétricos entre las economías de la eurozona. Así, los estudios empíricos disponibles en esos años, que

revisaremos sucintamente en el siguiente apartado, siempre advertía sobre las distintas respuestas del *output* y los precios ante los *shocks* monetarios entre los países candidatos a formar parte de la zona euro. No obstante, se advertía en aquel entonces, que estos costes serían más que compensados por las mayores dosis de estabilidad macroeconómica y las menores tasas de inflación que traería consigo la PMU, así como por la intensificación y profundización del propio proceso de integración europeo y los mayores niveles de coordinación entre las respectivas políticas económicas nacionales de los estados miembros, que acabaría por eliminar los factores que los ocasionaban (Dornbusch *et al.*, 1998; Ehrmann, 1998; Angeloni y Dedola, 1999; Suardi, 2001; Arnold, 2001; y Mihov, 2001).

El propósito de este subapartado es realizar una síntesis sobre este debate teniendo en cuenta la experiencia y la evidencia empírica que se ha ido generando en estos casi quince años de trayectoria de la eurozona. El objetivo fundamental de este análisis no es tanto el de realizar un exhaustivo recuento de los trabajos existentes¹³ sino el de identificar cuáles de los elementos y argumentos esgrimidos en ellos y en los discursos iniciales siguen teniendo relevancia en la actualidad, y qué nuevos elementos cruciales (no contemplados en ese análisis inicial) deberían ser incorporados en el análisis como consecuencia de los cambios ocasionados por la grave crisis que afecta a buena parte de los países de la eurozona desde finales de 2007. Por lo tanto, lo que pretendemos es realizar una evaluación crítica de las hipótesis, argumentos y predicciones esgrimidos en la literatura, a partir del contraste entre estos y la trayectoria real seguida desde 1999. Si somos capaces de identificar algunos de los errores cometidos en el pasado, no tendremos excusas para seguir repitiéndolos en el futuro.

¿Qué dice la literatura empírica sobre los efectos asimétricos de la política monetaria única?

Buena parte de las preocupaciones por la puesta en marcha de la política monetaria única se sustentaron en los resultados empíricos de trabajos que estudiaban las respuestas del *output* y los precios de distintos países ante supuestos *shocks* monetarios comunes. Los resultados alcanzados en estos trabajos, realizados no sólo para grupos de países europeos, revelaban la existencia de importantes diferencias no sólo en el impacto total sobre el *output* y los precios, sino también en sus trayectorias temporales (*timing*), lo cual, por extrapolación a lo que podría suceder en una futurable unión monetaria europea, era interpretado como un indicio de las asimetrías regionales que podría ocasionar la puesta en marcha de la PMU. Fruto de estos resultados, y sobre todo de la relevancia política de sus implicaciones, pues los resul-

¹³ En Rodríguez Fuentes y Dow (2003) y Rodríguez Fuentes (2006: 103-112) se ofrece una revisión exhaustiva de esta literatura, al tiempo que se avanza una propuesta metodológica que persigue la incorporación de algunos elementos determinantes de la disponibilidad de crédito que no se contemplan en esta literatura convencional, como son el nivel de desarrollo bancario y la preferencia por la liquidez de los agentes (Rodríguez Fuentes y Dow, 2003: 976 y Rodríguez Fuentes, 2006: 53-72).

tados anticipaban previsibles fuentes de tensiones regionales en el proceso de integración monetaria, se inicia y consolida una corriente de investigación muy prolífica que pretendía profundizar en el análisis de estos resultados. La investigación realizada podemos agruparla en tres bloques diferenciados. Mientras que el primer bloque de trabajos intentaba determinar si la Unión Europea cumplía con los requisitos señalados por la teoría de las áreas monetarias óptimas¹⁴ para crear una unión monetaria (Krugman, 1993; Bayoumi y Eichengreen, 1993; Karras, 1996; y Kouparitsas, 1999, entre otros), los otros dos bloques de trabajos se centraron en la cuantificación anticipada de los previsibles efectos de una política monetaria común, ya fuera a través de la formulación de modelos estructurales en los que se establecían de forma explícita las relaciones entre las variables monetarias y reales (BIS 1995, MacAdam y Morgan, 2001; y Els *et al.*, 2002), como en modelos de forma reducida en los que sólo se analizan, supuestamente sin establecer apriorismos teóricos, los efectos del componente no sistemático de la política monetaria (también denominado, «sorpresa monetarias») sobre los precios y el *output* (véase el cuadro nº 4). Resulta necesario advertir, no obstante, que la elección entre los modelos estructurales y los modelos en forma reducida (modelos VAR) no está exenta de críticas.¹⁵ Así, mientras que algunos autores señalan que lo relevante es siempre el componente sistemático de las decisiones de política monetaria (McCallum, 2001; y Taylor, 1995), otros se decantan por lo modelos VAR por su amplia utilización por investigadores (Angeloni *et al.*, 2003: 6) y por su aceptación y consolidación desde el punto de vista académico (Christiano *et al.*, 1999). Por ese motivo, algunos analistas han mostrado su escepticismo sobre las posibilidades de que el trabajo empírico pueda terminar por dar una respuesta inequívoca a las preguntas que pretende responder (Kieler y Saarenheimo, 1998:32; Guiso *et al.*, 1999:59-61), y no sólo por la existencia de una amplia variedad de técnicas y alternativas disponibles, que hacen muy difícil la comparación de resultados, sino también por la propia complejidad inherente en el fenómeno que se estudia: la cuantificación de los efectos de la política monetaria sobre la actividad económica.

Esta conclusión pesimista en relación a la variabilidad de los resultados empíricos y sus limitaciones para discernir este asunto de un modo definitivo puede ratificarse tras una rápida inspección del cuadro nº 4, en el que se han clasificado distintos trabajos que han cuantificado, a través de modelos en forma reducida (modelos VAR) las respuestas del *output* y los precios ante un *shock* monetario en distintos países europeos. Creemos que el cuadro nº 4 nos permite concluir que los resultados no son, ni mucho menos, concluyentes, al existir tantos trabajos que encuentran diferencias importantes entre países, como aquellos que no las aprecian.

¹⁴ Para un análisis de estas condiciones, véanse las contribuciones pioneras de McKinnon (1963) y Keen (1969).

¹⁵ Véase, por ejemplo, Rudebusch (1998), Guiso *et al.* (1999) y McCallum (2001).

Cuadro nº 4. LITERATURA EMPÍRICA (MODELOS VAR) SOBRE SHOCKS MONETARIOS EN LA EUROZONA

	Ninguna (o reducidas) diferencias entre países	Importantes diferencias entre países
Modelo VAR con la misma estructura para cada país	Gerlach y Smets (1995) Barran <i>et al.</i> (1996) Kieler y Saarenheimo (1998)	Ramaswamy y Sloek (1998) Cecchetti (1999) Dedola y Lippi (2000 y 2003) McCoy y McMahon (2000) Altavilla (2000) Lo Cascio (2001)
Modelo VAR con una estructura diferente para cada país	Mojon y Peersman (2001)	Ehrmann (1998)
Modelo VAR para el conjunto de la eurozona	Clements <i>et al.</i> (2001) Peersman (2003)	Peersman y Smets (2001)

Fuente: Rodríguez Fuentes (2006: 109).

Además de las referencias recogidas en el cuadro nº 4, existe un amplio grupo de trabajos que han intentado proporcionar alguna explicación a las diferencias observadas entre los países en sus respuestas a los *shocks* monetarios. Mientras que algunos de ellos atribuyen estas diferencias a las particularidades en materia de especialización productiva (Carlino y DeFina, 1998; Arnold, 2001; Guiso *et al.*, 1999), otros insisten en la mayor relevancia de los elementos relacionados con la estructura financiera (Kashyap y Stein, 1997; Cecchetti, 1999; y De Bondt, 2000). Sin embargo, una cuestión que no se aborda explícitamente es el papel de la respuesta de los agentes, que aunque esté influida por las características de la estructura productiva y financiera de la economía, puede estar sometida a cambios (difíciles de cuantificar y anticipar) no sólo entre países, sino a lo largo del tiempo en un mismo país o economía.¹⁶

A los trabajos empíricos ya mencionados debemos añadir el de Angeloni *et al.* 2003, en el que se compilaron los estudios desarrollados por el «Monetary Transmission Network» (MTN) del BCE entre 1999 y 2001, y que ya se habían ido poniendo a disposición de la opinión pública mediante la colección de documentos de trabajo del BCE.¹⁷ Con esta publicación colectiva (Angeloni *et al.*, 2003) se buscaba no sólo ampliar la difusión de las conclusiones de esos trabajos, sino también dar por concluida la misión encomendada a este grupo de investigación. Uno de los resultados destacados en esta publicación, y que suele repetirse cada vez que se

¹⁶ Véase Rodríguez Fuentes y Dow (2003: 974-976) y Rodríguez Fuentes (2006: 53-72) para un análisis de las interrelaciones entre ambos elementos, y la identificación de los factores y variables determinantes a la hora de abordar el análisis de los efectos regionales de la política monetaria.

¹⁷ Véanse los documentos de trabajo 91 a 114 del Banco Central Europeo.

habla sobre los efectos de la política monetaria, se expresaba de este modo: «los resultados que se obtienen al estimar modelos en forma reducida (modelos VAR) señalan que el endurecimiento de las condiciones monetarias produce un descenso en el *output*, alcanzando su máximo impacto negativo en el periodo comprendido entre uno y dos años después del *shock* monetario contractivo. El *output* retorna a su nivel inicial en el largo plazo, tal y como indica la neutralidad monetaria, y las estimaciones señalan que los precios comienzan su descenso de forma gradual, respondiendo mucho más lentamente que el *output* al *shock* monetario contractivo. Los modelos estructurales reproducen similares resultados. Los resultados de los modelos VAR sugieren que, debido a que los largos e inciertos retardos temporales con los que se manifiestan los efectos contractivos de los *shocks* monetarios sobre los precios, la política monetaria debería orientarse a la consecución de la estabilidad de precios a medio plazo, y no distraerse con ajustes-finos en el corto plazo» (Angeloni *et al.*, 2003: 6).

La lectura de esta conclusión nos suscita fundamentales dos preguntas, que señalamos a continuación. Una primera pregunta es sobre la supuesta neutralidad monetaria. Los resultados empíricos señalan, de forma reiterada, que los efectos contractivos sobre el *output* perduran al menos dos años, aunque a largo plazo (a partir de dos años) se revierten (aunque no siempre completamente). ¿Debemos interpretar este hecho estilizado como un fracaso del inesperado *shock* monetario contractivo para desacelerar el crecimiento económico de un modo duradero en el tiempo?; porque quizás también podríamos interpretarlo como una muestra de la capacidad de recuperación la actividad económica a medio plazo, que aún a pesar del *shock* contractivo simulado, es capaz de internalizarlo y recuperar la senda anterior. La segunda pregunta es relativa a la escasa respuesta de los precios ante los *shocks* monetarios. Llama la atención que este resultado, completamente contra-intuitivo para los que sostienen que la inflación es un fenómeno monetario, no haya desatado una reflexión autocítica entre los investigadores, pues no sólo no se sorprenden por la retardada y escasa respuesta de los precios a medio plazo, sino tampoco por el hecho de que incluso los precios suban después de un *shock* monetario. La única respuesta que parece se ha dado a este resultado ha sido la de calificarlo como incomprendible, al etiquetarlo como «*price puzzle effect*», como si al asignarle un nombre al fenómeno se desvaneciera el problema de proporcionar una explicación razonada.

También en el capítulo introductorio de Angeloni *et al.*, (2003) se señalan dos aspectos que nos parecen muy relevantes, de cara a la correcta interpretación de los resultados que se recogen en el propio libro y la extracción de conclusiones de política económica (Angeloni *et al.*, 2003: 4-5). La primera observación tiene que ver con la validez universal que en ocasiones se suele atribuir a los trabajos empíricos, sin siquiera reparar en la circunstancia de que su vinculación temporal y geográfica puede limitar seriamente la generalización. Así, se destaca en la introducción del mencionado libro que la mayor parte de los trabajos empíricos recogidos en el libro

se refieren a un periodo temporal previo al arranque de la eurozona, y aunque se advierte de los riesgos e incertidumbres que acarrea su extrapolación a un periodo posterior, no parece que este hecho se refleje suficientemente en la forma en la que se redactan las conclusiones (Angeloni *et al.*, 2003: 6-9), lo cual resulta especialmente delicado cuando de ellas se quieren extraer recomendaciones explícitas para el diseño de la política económica (en este caso, la política monetaria). Un segundo elemento relevante que se señala en el capítulo introductorio es que tanto la elección de los datos como la especificación de los modelos a estimar no resultó trivial, ni estuvo exenta de controversias por lo que se recomienda suma cautela (Angeloni *et al.*, 2003: 5-6).¹⁸ Es probable que esta necesidad de ser cautos a la hora de interpretar los resultados haya tenido que dejarse de lado porque, al fin y al cabo, no había otra forma de poder abordar empíricamente esta cuestión. Pero también cabe la posibilidad de que la omisión de esas advertencias haya sido premeditada, en la medida en que su consideración explícita podría haber puesto en tela de juicio no sólo los elegantes resultados empíricos que tanto cuentan en la carrera académica, sino también los objetivos y principios que se supone debe perseguir el BCE con su política monetaria.

Para concluir con esta revisión de la literatura debemos mencionar otros tres notables trabajos (Weber *et al.*, 2009; Cecioni y Neri, 2011; y Cicarelli *et al.*, 2013) que analizaron la validez de las conclusiones empíricas obtenidas en los trabajos previos, habida cuenta de los importantes cambios acaecidos en los últimos años. De este modo, Weber *et al.* (2009) estudian si: a) la puesta en marcha de la política monetaria del BCE, en 1999, b) el proceso de globalización, c) la proliferación de nuevos productos y mercados financieros, d) los procesos de titulización y c) el aumento de la competencia y los procesos de consolidación en los mercados bancarios, han terminado por invalidar las conclusiones obtenidas hasta la fecha referidas a los efectos de los *shocks* monetarios en el *output* y precios de la eurozona. Estos autores concluyen, a partir de la estimación de un modelo VAR y otro estructural, para el periodo 1980-2006, que sus resultados no reflejan un cambio significativo en los resultados concluidos en trabajos anteriores. No obstante, llaman la atención esta conclusión, habida cuenta de que los propios autores señalan que «sus resultados evidencian, en contra de lo que sugieren los hechos estilizados de la teoría económica sobre el mecanismo de transmisión, que la política monetaria restrictiva reduce el *output* a largo plazo, contradiciendo el principio de neutralidad monetaria» (Weber *et al.*, 2009: 19). Además, añaden los autores, «los resultados muestran que la política monetaria no parece capaz de reducir la inflación a largo plazo». No contentos con este resultado, calificado paradójica y sorprendentemente por los autores como «no satisfactorio» porque cuestiona el dogma de la super-neutralidad monetaria y evidencia el escaso éxito de la política monetaria del BCE para reducir los precios,

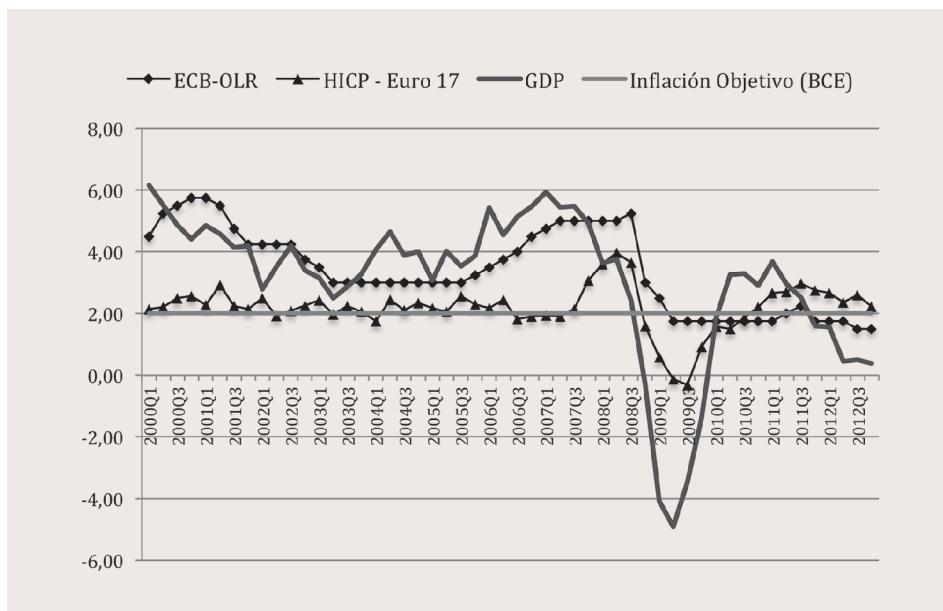
¹⁸ Véase Rudebusch (1998), Kieler y Saarenheimo (1998), Guiso *et al.* (1999) y McCallum (2001) para un mayor detalle sobre las limitaciones de los trabajos empíricos desarrollados sobre este tema.

los autores se plantean la posibilidad de que este «resultado insatisfactorio» se deba a la existencia de un cambio estructural; por ello repiten sus estimaciones para dos sub-períodos (1980-1996 y 1996-2006), y concluyen que ahora «los resultados son más razonables» (Weber *et al.*, 2009: 23). Pero, nuevamente, los datos señalados en la nota a pie de página nº 27 de la página 23 del propio trabajo invitan a la reflexión: «un aumento de 100 puntos básicos en los tipos de interés produce una caída del PIB del 0,5% tras 6 trimestres [un año y medio] en el primer sub-período y 0,9% en el segundo. El deflactor del PIB [medida de los precios] caería un 0,2 y un 0,4%, respectivamente, después de un período de 12 trimestres [tres años]». La reflexión que debemos plantearnos es si, a la vista de tales resultados, podemos afirmar que la política monetaria única no tiene efectos reales y duraderos sobre el PIB y si, realmente, constituye un instrumento razonablemente eficaz para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios. Esta reflexión gana fuerza cuando se consideran los resultados de Cecioni y Neri (2011), que, a partir de la estimación un modelo VAR bayesiano para 12 países de la eurozona durante el período 1989-2009, confirma una mayor respuesta del *output* que la de los precios antes los *shocks* monetarios; resultado que incluso se mantiene cuando la estimación se realiza para dos subperíodos temporales. Así, los resultados de este trabajo indican que un *shock* monetario contractivo ocasionaría una caída media del *output* de 0,51 y 0,55 para los períodos 1989-1998 y 1999-2009, respectivamente, mientras que los precios sólo se contraerían un 0,22 y 0,27 respectivamente. Por lo tanto, se puede concluir, el efecto de los *shocks* monetarios sobre el *output* es siempre muy superior al que tienen sobre los precios.

Pero estos resultados empíricos obtenidos mediante técnicas estadísticas sofisticadas no deberían causar demasiada sorpresa, porque la simple inspección visual (gráfico nº 4) de lo que ha sucedido en la eurozona desde 1999 con la tasa de inflación, el crecimiento económico y los tipos de interés oficiales del BCE nos permitiría concluir la existencia de una mayor correlación entre los tipos de interés y el crecimiento del PIB que entre los primeros y la tasa de inflación.¹⁹ Estos mismos resultados se repiten en Cicarelli *et al.*, 2013), en donde se concluye, también a partir de la estimación de un modelo VAR para 12 países de la eurozona entre 2002 y 2011, que los efectos de los *shocks* monetarios contractivos son mucho más fuertes sobre el PIB que sobre los precios. Creemos, por lo tanto, que la experiencia y los resultados de la investigación empírica de la que disponemos ahora invita a que se reformulen los principios de funcionamiento de la PMU, porque no parece apoyar ni la neutralidad de los *shocks* monetarios ni su efectividad para la corrección de los precios.

¹⁹ De hecho, el coeficiente de correlación entre el tipo de interés y el crecimiento del PIB entre 1999 y 2012 fue del 0,63%, mientras que la correlación entre tipos de interés e inflación fue del 0,34% (0,57 y 0,21%, respectivamente, para el período 1999:Q1-2007:Q3).

Gráfico nº 4. LA INFLACIÓN, LOS TIPOS DE INTERÉS Y EL CRECIMIENTO DEL PIB EN LA EUROZONA (%)



Fuente: BCE, EUROSTAT y elaboración propia.

4. CONCLUSIONES

El interés y la preocupación por el estudio de los efectos asimétricos que podría tener la PMU en los países integrantes de la eurozona ha dado origen a una ingente literatura, fundamentalmente de carácter empírico, que se ha ocupado de analizar las respuestas del *output* y los precios de los países europeos antes los supuestos *shocks* monetarios ocasionados por las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE.

Buena parte de estas preocupaciones se han apoyado en los resultados de trabajos empíricos mayoritariamente realizados en el período anterior a la puesta en marcha de la PMU, en los que se revelaba la existencia de importantes diferencias no sólo en el impacto total que los *shocks* monetarios ocasionaban en el *output* y los precios de distintos países, sino también en sus trayectorias temporales (*timing*), lo cual era interpretado como un indicio de las asimetrías regionales que podría oca-sionar la puesta en marcha de la PMU en la eurozona.

En nuestro trabajo hemos pretendido realizar una síntesis sobre el debate en torno a las asimetrías regionales de la PMU teniendo en cuenta la experiencia y la evidencia empírica que se ha ido generando en estos casi quince años de trayectoria de la eurozona con la doble intención de: a) propiciar una reflexión crítica al respecto de los resultados empíricos obtenidos hasta la fecha, y b) apuntar algunos cambios a introducir en el actual marco operativo de la PMU.

Del análisis desarrollado en nuestro trabajo se puede concluir que la política monetaria del BCE, además de haber ocasionado persistentes «tensiones monetarias regionales», ha tenido una efectividad muy cuestionable en relación con la supuesta neutralidad monetaria y el carácter monetario de la inflación. Esta conclusión, que se apoya en los resultados empíricos obtenidos en la literatura, debería ser suficiente por sí sola para reclamar la introducción de cambios en el diseño de la PMU. Y si esta evidencia se estimara insuficiente, el argumento se podría reforzar simplemente recordando los extraordinarios retos que ha supuesto la presente crisis financiera para el BCE, que por no contar en su marco operativo ni competencial con las herramientas necesarias para afrontar las repercusiones de la crisis se ha visto obligado a improvisar y recurrir a elementos excepcionales y extraordinarios con riesgo de bordear los límites de actuación establecidos legalmente al efecto.

Creemos, por lo tanto, que resulta clamorosa la urgente necesidad de abordar una reforma *de iure* en lo que, *de facto*, ya ha sido cambiado en el marco operativo de funcionamiento de la PMU, para dotar al BCE de un nuevo marco de actuación en el plano monetario y financiero que no esté condicionado por apriorismos ideológicos miopes que limiten innecesaria e injustificadamente las actuaciones monetarias del BCE al objetivo de la estabilidad de precios, y que contemple también entre sus fines, de forma explícita y con carácter prioritario, la estabilidad financiera, el crecimiento económico y la cohesión económica y social.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ALTAVILLA, C. (2000): «Measuring monetary policy asymmetries across EMU countries», CES Discussion Paper no. 00-22, Katholieke Universiteit Leuven.
- ANGELONI, I. y DEDOLA, L. (1999): «From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries», working Paper, 4, European Central Bank, Frankfurt.
- ANGELONI, I., KASHYAP, A.K. y MOJON, B. (eds.) (2003): *Monetary policy transmission in the Euro area. A study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*, Cambridge: Cambridge University Press.
- ARNOLD, I. J. M. (2001): «The regional effects of monetary policy in Europe», *Journal of Economic Integration*, 16(3): 399-420.
- BALL, L. (1997): «Efficient rules for monetary policy», working Paper, 5952, NBER.
- BARRAN, F., COUDERT, V. y MOJON, B. (1996): «The transmission of monetary policy in European countries», CEPII Working Paper no. 96-03.
- BAYOUMI, T. y EICHENGREEN, B. (1993): «Shocking aspects of European Monetary Integration», en TORRES, F. y GIAVAZI, F. (eds.): *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge: Cambridge University Press.
- BCE (2003a): «The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy», *Boletín Mensual, Banco Central Europeo*, junio, 79-92.
- (2003b): *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, Frankfurt: European Central Bank.
- (2004): *The monetary policy of the ECB*, Frankfurt: European Central Bank.
- BIS (1995): *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Basle: Bank for International Settlements.
- BJÖRKSTEN, N. y SYRJÄNEN, M. (2000): «How problematic are internal euro area differences?», European Institute, Robert Schuman Centre, Working Paper 2000/14.
- BOND, G. J. (2000): *Financial structure and monetary transmission in Europe. A cross-country study*, Cheltenham: Edward Elgar.
- CARLINO, G. A. y DEFINA, R. H. (1998): «Monetary policy and the U.S. states and regions: some implications for the European Monetary Union», Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper no. 98-17.
- CECCHETTI, S. G. (1999): «Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism», NBER Working Paper series, no. 7151.
- CECIONI, M. y NERI, S. (2011): «The monetary transmission mechanism in the euro área: has it changed and why? Banca D'Italia Temi di Discussione (working paper) nº 808, april.
- CHICK, V.; DOW, S.; RODRÍGUEZ FUENTES, J.C. (2013): «Good banks and bad banks, centralised banks and local banks and economic growth». *Ekonomiaz-Revista vasca de Economía*, 84.
- CHRISTIANO, L., EICHENBAUM, M. y EVANS, C. (1999): «Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?», en TAYLOR, J. y WOODFORD, M. (eds.): *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North Holland.
- CICARELLI, M.; MADDALONI, A. y PEYDRÓ, J. L. (2013): «Heterogeneous transmission mechanism. Monetary policy and financial fragility in the euro área», working paper series, nº 1527, marzo, Banco Central Europeo.
- CLARIDA, R., GALÍ, J. y GERTLER, M. (1998): «Monetary policy rules in practice: some international evidence», *European Economic Review*, 42: 1033-1067.
- CLEMENTS, B., KARTOLEMIS, Z.G. y LEVY, J. (2001): «Monetary policy under EMU: differences in the transmission mechanism?», International Monetary Fund (IMF) Working Paper, WP/01/102, July.
- DEDOLA, L. y LIPPI, F. (2000): «The monetary transmission mechanism: evidence from the industries of five OECD countries», Banca d'Italia Temi di Discussione no. 389.
- DORNBUSCH, R., FAVERO, C. y GIAVAZZI, F. (1998): «Immediate challenges for the ECB. Issues in formulating a single monetary policy», en BEGG, D.; VON HAGEN, J.; WYPLOSZ, C. y ZIMMERMANN, K. (eds.): *EMU: prospects and challenges for the Euro*, Oxford: Blackwell Publishers.

- EHRMANN, M. (1998): «Will EMU generate asymmetry? Comparing monetary policy transmission across European countries», EUI Working Paper ECO no. 98/28, European University Institute.
- ELS, P., LOCARNO, P., MOJON, B. y MORGAN, J. (2002): «New macroeconomic evidence on monetary policy transmission in the euro area», *Journal of the European Economic Association*, 1(2-3): 720-730.
- GERLACH, R. y SCHNABEL, G. (1999): «The Taylor rule and interest rates in the EMU area: a note», working Paper, 73, BIS.
- GERLACH, S. y SMETS, F. (1995): «The monetary transmission mechanism: evidence from the G-7 countries», BIS Working Paper no. 26.
- GUISO, L., KASHYAP, A.K., PANETTA, F. y TERLIZZESE, D. (1999): «Will a common European Monetary Policy have asymmetric effects?», *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, fourth quarter, 56-75.
- HOFMANN, B. y BOGDANOVA, B. (2012): «Taylor rules and monetary policy: a global Great deviation?», *BIS Quarterly Review*, september.
- ISSING, O; GASPAR, V., ANGELONI, I. y ORESTE, T. (2001): «*Monetary policy in the euro area: strategy and decision making at the European central Bank*», Cambridge: Cambridge University Press.
- KARRAS, G. (1996): «Is Europe an optimum currency area? Evidence on the magnitude and asymmetry of common and country-specific shocks in 20 European countries», *Journal of Economic Integration*, 11(3): 366-384.
- KASHYAP, A. y STEIN, J. (1997): «The role of banks in monetary policy: a survey with implications for the European Monetary Union», *Federal Bank of Chicago, Economic Perspectives*, September/October, 2-18.
- KENEN, P. (1969): «The Theory of Optimum Currency Areas: an eclectic view», en R. A. MUNDELL y A. K. SWOBODA (eds.): *Mone-tary problems of the international economy*, Chicago: Chicago University Press.
- KIELER, M. y SAARENHEIMO, T. (1998): «Differences in monetary policy transmission? A case not closed», European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers no. 132.
- KOUPARITSAS, M.A. (1999): «Is the EMU a viable common currency area? A VAR analysis of regional business cycles», *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, 23: 2-20.
- KRUGMAN, P. (1993): «Lessons of Massachusetts for EMU», en F. TORRES y F. GIAVAZI (eds.): *Adjustment and growth in the European Monetary Union*, Cambridge: Cambridge University Press.
- LO CASCIO, I. (2001): «Do labour markets really matter? Monetary shocks and asymmetric effects across Europe?», Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari 'Luigi Einaudi', Termi di Ricerca no. 22.
- MAUDOS, J. (2013): «Fragmentation of the European financial market and the cost of bank financing», *SEFO -Spanish Economic and Financial Outlook*, 2(3): 5-15.
- McADAM, P. y MORGAN, J. (2001): «The monetary transmission mechanism in the euro-area level: issues and results using structural macroeconomic models», European Central Bank, Working Paper no. 93.
- McCALLUM, B. T. (2001): «Analysis of the monetary transmission mechanism: methodological issues», en DEUTSCHE BANK (ed.): «The monetary transmission process. Recent development and lessons for Europe». Palgrave MacMillan: New York.
- MC COY, D. y McMAHON, M. (2000): «Differences in the transmission of monetary policy in the Euro-area: an empirical approach», Irish Central Bank, TP-05/RT/00, June.
- McKINNON, R. (1963): «Optimum currency areas», *American Economic Review*, 53: 717-25.
- MIHOV, I. (2001): «One monetary policy in EMU. Countries, regions, channels», *Economic Policy*, October, 369-406.
- MOJON, B. y PEERSMAN, G. (2001): «A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area», European Central Bank, Working Paper no. 92.
- PEERSMAN, G. (2003): «The transmission of monetary policy in the euro area». Mimeo.
- PEERSMAN, G. y SMETS, F. (2001): «The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis», European Central Bank, Working Paper no. 91.

- RAMASWAMY, R. y SLOEK, T. (1998): «The real effects of monetary policy in the European Union: What are the differences?», IMF Staff Papers, 45(2): 374-396.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. (2006): *Regional monetary policy*. Routledge: London.
- RODRÍGUEZ FUENTES, C. J. y DOW, S. C. (2003): «EMU and the regional impact of monetary policy», *Regional Studies*, 37(9): 969-980.
- RUDEBUSCH, G. D. (1998): «Do measures of monetary policy in a VAR make sense?», *International Economic Review*, 39: 907-31.
- SUARDI, M. (2001): «EMU and asymmetries in the monetary policy transmission», *European Economy, Economic Papers* no. 157.
- SVENSSON, L. (1997): «Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets», *European Economic Review*, 41: 1111-1147.
- (1999): «Monetary policy issues for the eurosystem», Seminar Paper, 667, Institute for International Economic Studies.
- TAYLOR, J. B. (1993): «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: 195-214.
- (2009): «Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis», Hoover Institution Press.
- WEBER, A.; GERKE, R. y WORMS, A. (2009): «Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence base don VAR estimates», BIS Working Papers, nº 276.

Can relationship banking survive the Spanish economic crisis?

Este artículo muestra que la crisis financiera y económica global ha puesto en peligro la viabilidad de la banca comercial en España y amenaza con minar este factor clave en la estructura nacional de la intermediación financiera productiva. La capacidad del sistema bancario español para proveer los servicios de banca comercial, que ya estuvo bajo amenaza antes de la crisis, está ahora comprometida por cuatro factores que se realimentan y refuerzan entre sí: la tendencia de que los flujos de crédito sean mayores en las regiones centrales y menores en las periféricas; el cambio en la liquidez de las regiones centrales en los períodos de crisis financieras; la así-métrica protección que se ofrece a aquellos grandes intermediarios financieros que son menos hábiles (o no están interesados) en la distribución espacial de la banca comercial; y la forzada recapitalización de los bancos españoles, que discrimina a los bancos pequeños y periféricos y requiere una escala mínima de funcionamiento. Estas cuatro fuerzas causan un efecto cuádruple de ancla, que refuerza la centralización del crédito mientras reduce la capacidad de intermediación de la banca comercial en las regiones periféricas y en las zonas de ingresos bajos.

Artikulu honek azaltzen duenez, krisialdi finantzario eta ekonomiko globalak arriskuan jarri du Espainiako merkataritza-bankuen bideragarritasuna. Funtsezko faktorea da hori finaniza-bitartekaritza produktiboaren herrialde bateko egituraren, baina krisialdi finantzario eta ekonomiko globala azpiak jateko arriskuan dago. Krisialdiaren aurretik ere bazegoen arriskuan Espainiako banku-sistemak merkataritza-bankuen zerbitzuak emateko ahalmena eta, egun, lau faktorek jartzen dute arriskuan: kreditu-fluxuak erdialdeko eskualdeetan handiagoak izateko eta periferikoetan txikiagoak izateko joera izateak; erdialdeko eskualdeetan likidezia-aldaketak izateak finaniza-krisialdiak daudenean; merkataritza-bankuen banaketa espazialean oso iaioak ez diren (edo interesik ez duten) finaniza-bitartekari handiei babes asimetrikoa emateak; eta Espainiako bankuak birkapitalizatzera behartu izanak, banku txiki eta periferikoak baztertuta geratu baitira eta beharrezkoa baita gutxieneko funtzionamendu-eskala bat izatea. Lau faktore horiek elkar elikatzen eta indartzen dute, eta lau ainguraren modukoak dira: kredituaren zentralizazioa areagotzen dute eta, aldi berean, eragiten dute merkataritza-bankuek bitartekari aritzeko ahalmen txikiagoa izatea eskualde periferikoetan eta diru-sarrera urriko lekuetan

This paper shows that the global financial and economic crisis has jeopardized the viability of relationship banking in Spain, and threatens to undercut this key element in the national structure of productive financial intermediation. The capacity of the Spanish banking system to provide relationship-banking services, which was threatened even before the crisis, is now compromised by four mutually-reinforcing forces: a tendency for credit flows to be higher in central regions and lower in peripheral ones; the shift of liquidity to central regions in financial-crisis periods; the asymmetric protection offered to the large financial intermediaries that are least proficient at (or interested in) spatially-distributed relationship banking; and the forced recapitalization of Spanish banks, which selects against small and outlying banks and requires increased minimum operating scale. These four forces constitute a quadruple ratchet effect, reinforcing the centralization of credit flows while reducing relationship-banking intermediation capacities in peripheral regions and lower-income areas.

Gary A. Dymski¹
Leeds Business School University of Leeds

Table of contents

1. Introduction
2. What is the Spanish economic crisis?
3. A spatially-differentiated approach to relationship banking
4. A brief history of Spanish banking, 1978 to 2008
5. Some context: the 1980s us «Triple banking crisis» and subprime crisis
6. The Spanish banking crisis
7. The future of relationship banking in Spain

References

Keywords: Spanish economic crisis, relationship banking, cajas, ethnic banking, subprime crisis, small and medium enterprises.

JEL CODES: G21, D14, G14.

183

1. INTRODUCTION

This paper shows that the global financial and economic crisis has jeopardized the viability of relationship banking in Spain, and threatens to undercut this key element in the national structure of productive financial intermediation. The capacity of the Spanish banking system to provide relationship-banking services that enhance balanced regional growth, which was threatened even before the crisis, is now compromised by four mutually reinforcing forces. Two of these forces, as shown by Victoria Chick and Sheila Dow², were at work before the present situation arose: a tendency for credit flows to be higher in central regions and lower in peripheral ones; and the shift of liquidity to central regions in financial-crisis periods, causing disproportionate job and enterprise loss in the periphery. Two other forces have been activated in the present conjuncture. The third is the asymmetric protection offered to the large financial intermediaries that are least proficient at (or interested in) spatially-distributed relationship banking. The fourth

¹ Chair in Applied Economics, Leeds University Business School, University of Leeds, and Professor of Economics, University of California, Riverside (on leave). Email: g.dymski@leeds.ac.uk. Any errors or misstatements that appear in this text are solely the author's responsibility.

² See Chick (1986), Chick and Dow (1988), and Dow (1999), among other works.

is the forced recapitalization of Spanish banks, which selects against small and outlying banks and requires increased minimum operating scale. These four forces constitute a quadruple ratchet effect, reinforcing the centralization of credit flows while reducing relationship-banking intermediation capacities in peripheral regions and lower-income areas.

We begin by interrogating the two central concepts in this inquiry, which are defined differently here than elsewhere: Spanish economic crisis (section 2) and relationship banking (section 3). Many analysts (for example, Johnson, 2012) see Spain's crisis as its unwillingness to admit its banks' bad loans and to fully commit to austerity measures. By contrast, we argue that Spain's crisis involves the perverse interaction between a stagnant economy and a banking sector whose ability to finance growth is being forcibly reduced. In turn, the prevailing view sees relationship banking as rooted in private information, but it is defined here as embedded banking, based on banks and borrowers being located in the same locale and operating at parallel scales. The successful case of ethnic banking in Los Angeles illustrates this alternative approach.

Section 4 then discusses the development of Spanish banking through 2008. Section 5 summarizes the US's 1980s «triple banking crisis» and its 2008 subprime crisis, which contain key lessons for the current situation in Spain. Section 6 then describes Spanish banking after 2008. Section 7 sketches out possible futures for relationship banking in Spain.

2. WHAT IS THE SPANISH ECONOMIC CRISIS?

The crisis eating away the foundations of European economic strength has had two distinct stages: the «subprime crisis», centered on the failure of Lehman Brothers in September 2008; and the «Euro crisis», precipitated by the Greek bailout in May 2010. For many analysts, there is a common ultimate root. The fall in housing prices can be blamed on unscrupulous lenders who made subprime mortgages (the US version) or who financed the construction of and demand for an excess supply of housing (the Spanish version). The myopic or greedy under-resourced households that bought over-priced homes can be blamed as well. The Eurozone crisis, in turn, can be laid to undisciplined fiscal policies by European Monetary Union (Eurozone) member states. Both threads end by blaming bad government policies. Government forced banks to provide loans that allowed uncreditworthy people to become homeowners (the US version) or did not adequately supervise an out-of-control housing provision process (the Spanish version). This permits solutions focused on government, not market institutions: better regulate finance, cut unnecessary spending, and reduce tax and regulatory burdens on private enterprise. These are the sort of programs that parties voted into

office by voters in Spain, Greece, Portugal, and Italy have proposed in the past four years; and the UK and the US have undertaken this path, as well. It has not worked.

This suggests the opposite conclusion: that stagnation can be attributed primarily to austerity macroeconomic policies: remove them, and growth returns. But turning the government from scapegoat to savior does not change the structure of the economy. An austere macroeconomic environment will certainly undercut economic growth. But a financial system that provides reasonably-priced credit for productive purposes in both core and peripheral regions constitutes a necessary, if not sufficient, condition for rekindling broadly-based prosperity.³

In the US and in Spain, as elsewhere, the crises of banking and fiscal policy are interlocked. While the precipitate cause of the crisis may have been Lehman's insolvency in September 2008, this can be tracked backward to the collapse of the commercial credit markets that supported subprime-based securities, the implosion of housing prices in many locales, mortgagee households' inability to meet cash-flow demands, and finally the creation and operation of a disembedded credit system that emphasized fee-generation, encouraged speculation, and permitted fraud. Overturning fiscal austerity policies will not unwind the transformations of financial structure that made the subprime and housing crisis possible.

3. A SPATIALLY-DIFFERENTIATED APPROACH TO RELATIONSHIP BANKING

At a conference featuring the inaugural presentation of some of the foundational papers in the New Classical approach to monetary macroeconomics, Frank Hahn (1980), made the bemused comment that a lot of time was being spent on «understanding theories», rather than on attempting to «understand the institution of money ... in a historical way». He went on:

«I think that there are legitimate questions you can ask yourself, such as, How does money ever come to be used? How do financial institutions become what they are? But I don't think that is the best understanding strategy. And it is quite dangerous.

«The way I would like to proceed is slightly different. That is to start off with all the monetary institutions and ask, What would have to be the case if these institutions are to survive? Now that is not the same question of how something comes to be what it is; it is a question of how something remains what it is. And that's different». (Hahn 1980, p. 161)

³ This spatial contrast between center and periphery operates at multiple scales: so the terms «region» and «nation» in this sentence can be substituted by «area» and «region», or «neighborhood» and «city».

Hahn's observation was prophetic. In that same year, Fama (1980) showed that banks would have no reason to exist if informational and transaction costs are driven to zero in efficient financial markets. Since then, the existence of banking in equilibrium models has been attributed to the presence of asymmetric information and costly transactions. In one prototype model (Diamond and Dybvig, 1983), banks help savers with uncertain liquidity needs: since the population share that will require liquidity is known (even though no one agent knows her situation in advance), pooling savers' funds together as deposits permits banks to make an optimal volume of loans available to borrowers without jeopardizing their depositors' welfare. In another prototype model (Diamond, 1984), any lender must engage in «costly monitoring» to overcome moral hazard problems with borrowers; banks come into existence because there are economies of scale in monitoring. 'Tweaking' these prototypes then permits various aspects of real-world financial systems to be simulated.

In 1993, Boot, Greenbaum, and Thakor (1993) developed a 'tweaked' model to answer a theoretical puzzle: why do financial contracts often allow participants a «measure of discretion as to whether to honor or repudiate them» (p. 1165). Their answer: flexibility and reputation. Boot and Thakor (2000) refined this model to consider what happens when borrowers must borrow beyond the length of a given contract: specifically lenders and borrowers may maintain their relationships over time. They show that contracts over multiple periods are economical when it is costly for lenders to extract borrower-specific information. They contrast this 'relationship banking' with 'distance' lending: arms-length contracts (in capital markets) whose benefits and costs are fully contained within one time period.

This framework became the basis of an extensive theoretical and empirical literature, whose principal findings are that relationship lending increases the availability of credit and reduces loan rates, and that small banks are best able to maintain the advantages of relationship lending (Elyasiani and Goldberg, 2004). The relationship lending model predominates in Europe, and the arms-length model in the US (Boot and Thakor, 2000). Elsas (2005) found evidence that relationship banking exists and positively impacts borrowers in Germany.

In sum, relationship banking exists in the equilibrium approach because lending is subject to costly asymmetric information. It will persist only as long as informational problems and transaction costs in lending do. In effect, banks are living on borrowed time. But to paraphrase Hahn, there is another way to approach relationship banking: to examine what exists and ask whether it can survive. To explain what exists requires going beyond in-principle discussions and fleshing out institutional specifics.

Banks have been making multiple-term loans with their borrowers for decades. These continuing relationships often exist hierarchically, with large banks sustaining

their relationships with large firms, medium-size banks with medium-size firms, and small banks with small firms. Explaining grouping by size requires an institutional and historical perspective, in which banking structures are seen as unfolding in stages and across regional space (Chick, 1986; Chick and Dow, 1988; Dow, 1999). In many countries, small banks emerge in smaller cities – and in district areas within larger cities – to meet the banking needs of customers whose size and scale makes them relatively unattractive to larger lenders. Small banks use proximity to the communities they serve as a survival tool. Their knowledge set includes the economic structure and cultural practices of the community, an awareness of the skills and reputation of the agents within that community, and updated information regarding that community's price levels, resources, and capabilities. This knowledge set, in turn, conveys an understanding of the risks and opportunities that arise in a local area.

This strength leads to weaknesses. Since community banks typically lend in well-defined areas, their entire loan portfolios are susceptible to spatially-specific adverse shocks. Banks with activities focused on particular sub-national areas can expect losses from their lack of diversification (Corgel and Gay, 1987). Furthermore, banks operating in peripheral regions are subject to liquidity draining in periods of monetary stress (Dow, 1992), and are susceptible to the structural weaknesses in their customer bases as a result of a «multi-causal situation in which all sectors in the region are involved» (Dow and Rodriguez-Fuentes, 1997, p. 914).

Another source of potential fragility for medium and small banks engaged in relationship banking within peripheral subregions – and/or with smaller economic units within core subregions – is that small-business balance sheets are often more precarious and fragile than those of larger businesses. The same condition obtains for lower-income households. These businesses and households are likely to be financially fragile in the best of times. A final source of risk arises because these banks' activities unfold within the broader framework of the macroeconomy, whose robustness is more centrally determined by macroeconomic policy and by the lending decisions of larger banks. A weak and stagnant macroeconomic environment increases the probability of failure for all loans made in that spatial area.

In recognizing the special riskiness of the customer base of institutions located in peripheral areas, it is important to add that relationship banking necessarily precludes predatory lending. Maintaining a borrower-lender relationship over time is inconsistent with the imposition of high interest rates and fees that may force a borrower to default within a foreseeable timeline. In any event, just because small and medium enterprises, and lower-income households, are financially fragile does not mean they cannot be regarded as viable going enterprises. Purely «by the numbers» tests of creditworthiness or performance may overlook these enterprises' and households' resilience; further, a bank that seeks a relationship over time with

such borrowers must be patient, and must avoid imposing interest rates that treat these customers as likely to fail, since this may yield a self-fulfilling result.

Ethnic banking in Los Angeles. A natural relationship-banking experiment is provided by the experience of ethnic banks – that is, banks owned and managed by ethnic/racial minorities – in Los Angeles County. These banks became the focal point of an extended study by multiple researchers for several reasons: ethnic banks constituted one-quarter of all County bank branches by the 1990s, offered a rich tableau for comparative study, and were located in a city that had become a focal point for urban research.⁴

Ethnic banks were first created by members of socially excluded minority communities. Japanese and African-American banks were created first, followed by a community-based Chinese American bank opened by residents of then-segregated Chinatown in the early 1960s; in the same decade, two more African American banks were founded. Unable to obtain bank credit and restricted to spatially segregated areas, these three communities' members pulled their resources together to generate their own savings-investment process via a chartered bank. The compression of the entire community – business owners and doctors to domestic workers – into a restricted physical space, along with informal restrictions on where community members could shop, insured a relatively robust cash-flow within the community.

After the 1960s, these two cases moved in different directions. The situation of the African American banks became steadily more precarious. The closure of unionized industrial plants that had provided secure, high-wage jobs undercut the economic vibrancy of the inner-city areas that these banks served. In addition, as segregation eased, the more prosperous community residents could (and did) move into more stable neighborhoods. The Watts riots of 1965 also stigmatized South Central Los Angeles as an unsecure location to locate businesses. Consequently, African American banks had to shift from community economic development *per se* to «picking winners:» they lacked the scale – and the community lacked the autonomous cash-flow – to kick-start a virtuous cycle of demand and income growth. The situation worsened in the 1990s when securitized predatory lending was initiated.⁵ Payday and tax anticipation loans proved more effective means of wealth-stripping than the familiar pawnshop. As subprime lending gathered force and more households were pulled into unviable home-ownership situations, community economic stagnation was replaced by collapse. One of the three African-American owned banks in Los Angeles failed, and a second, acquired by an East-

⁴ Wei Li (Arizona State University) and I were the principal organizers of this research. Among the ethnic-banking project's publications are Aldana *et al.* 2002, Aldana *et al.* 2010, and Chee *et al.* 2001.

⁵ For a detailed discussion of financial innovations affecting lower-income communities in the neoliberal decades, see Dymski (2012).

Coast ethnic bank, scaled back its local activities. Only one banks survives; and it does so by picking out «winners» and offering niche products that its customers cannot find at mainstream banks. Overall, south Los Angeles remains depressed.

The Asian American banking story has played out very differently. In the late 1960s and 1970s, Korean and Japanese banks began to open operations in Los Angeles. In the Japanese case, it was largely due to the large Japanese trade surplus with the US; in the Korean case, it was due to the large Korean immigration to Southern California. This immigration wave, fed by people from many Latin American and Asian countries, gathered strength and remained strong until the early 21st Century. In the 1980s and 1990s, they were joined by Chinese banks from across the Chinese diaspora; two Hispanic-owned banks opened as well. And the growth of foreign-owned banks was paralleled by renewed growth for the Chinese American- and Korean American-owned banks. The 1990s and early 2000s saw strong influxes of Asian and Latin American immigrants, some with substantial financial resources. This fueled a development surge, notably in the San Gabriel Valley. It was initially led by ethnic banks, which located in and loaned to new residents and businesses in cities such as Rowland Heights and Walnut. As this development process took off, mainstream banks such as Bank America and Wells Fargo joined in, opening branches and helping finance shopping centers, small and medium enterprises, cross-border trade, and home-purchase loans.

In sum, finance led a «takeoff into growth», as Gerschenkron (1962) might have put it, in the Asian American banking case; but the formula – relatively small ethnic banks creating market momentum that was amplified by larger banks' entry – was a new one. The African American banking case did not result in such a takeoff, due to the insufficient scale of these banks' operation, to the stagnation of the areas they served, and the failure of larger mainstream banks to follow their lending lead.

4. A BRIEF HISTORY OF SPANISH BANKING, 1978 TO 2008

Until the death of *Generalísimo* Franco in 1975, Spanish banking was dominated by seven privately-owned banks with extensive equity stakes in Spanish industry, acting «as a state-sanctioned cartel» (Deeg and Pérez, 2000, p. 130). Once Spain began its transition to democracy in 1975, things changed rapidly. Radical bank deregulation, not accompanied by measures to reform the oligopolistic nature of the market, led to a systemic crisis. In the 1978-83 period, 52 out of 110 total institutions, representing a fifth of all bank deposits, experienced solvency problems: 24 were rescued, 4 liquidated, 4 merged, and 20 small and medium-size banks nationalized (Laeven and Valencia, 2008).

In the 1980s and 1990s, Spanish banking had specialized components: commercial banks in commercial and industrial loans; savings banks in mortgage

loans; and cooperatives in loans to small businesses and individuals in local areas (Hernando and Pages, 2001). This structure was also hierarchical: large banks worked with large firms; savings banks, originating in specific cities or regions, built up local markets; and cooperatives worked in smaller cities and isolated communities. This system mixed old elements with provisional new ones; for example, interlocking directorships between large banks and large corporations, which had arisen in the Franco period, were maintained into the new era.

Concentration and consolidation. Competition between Spanish banks increased in the 1990s due to the entry of foreign banks and the impact of ending geographic restrictions on savings banks' expansion. Between 1988 and 1998, the population of savings banks and coops fell from 79 and 177, respectively, to 51 and 97. Bank margin decreased, from 4% to just over 2% during these years. And freed from geographic barriers to expansion, savings banks (the *Cajas de Ahorros*, or cajas) captured a steadily larger portion of the deposit and loan market: in 1998 they held 53% of all deposits and 43% of loans, figures ten percent higher than a decade earlier. Credit cooperatives grew as well, but their market share remained tiny: they faced limits on geographic expansion because of the legal requirements associated with qualifying as a cooperative.⁶ A 2001 study described the savings bank and cooperative sectors as operating «basically according to [their] own means» (Hernando and Pages, 2001, p. 11), for which reason this study's authors found little evidence of a monetary transmission channel mechanism.

This heightened competition was spurred by Spain's impending integration into the single European market. The European Central Bank (ECB) wanted «to complete financial integration in Europe by 2005» (Cabral, Dierick, and Vesala, 2002). Mergers occurred at all levels, though efficiency gains were obtained in the relatively rare cross-border mergers (Altunbas and Marqués, 2008). In Spain, the credit cooperatives experienced a strong consolidation wave from the mid-1990s onward. While this was aimed at bolstering competitive strength, it had implications for these cooperatives' operations. As Melian-Navarro *et al.* (2011) found in a study of agrarian cooperatives in Valencia, «the decrease in the number of entities as a result of mergers .. has produced a decrease in the agrarian cooperatives' negotiating power. While the smallest rural savings banks continue their policy of support for the agrarian cooperatives and their partners, the larger ones are getting out of agrarian cooperativism».

Europe's large banks were under the most pressure to integrate. And while the ECB's directive may have hoped for integration through cross-border mergers, many large bank mergers instead bolstered defensive positioning in home markets.

⁶ Nonetheless, as Bateman (2013) notes, credit cooperatives offer some of the best examples of embedded banking; among them is the Caja Laboral Popular (CLP) achieved special fame as the financial arm of the Mondragon Cooperatives Corporation.

Spain provides an example. The second-largest Spanish bank, Banco Bilbao Vizcaya, was created by a 1988 merger of two Basque banks. Banco Central Hispanoamericano (BCH) was created in 1992 by a defensive merger motivated by the emerging single European market. In January 1999, the largest Spanish bank, Banco Santander, consolidated its position by merging with BCH, then third-largest. The seven large banks of Franco's era had become three (the third was Banco Popular Español).

And as with credit cooperatives, consolidation has given banks new strategic and managerial control challenges (Boot, 2011). Consolidation offered large banks a chance to compete internationally with the largest global banks. Consider the case of Santander. This bank expanded systematically into foreign markets, especially Asia and America, in the 1990s. Taking advantage of its strategic emphasis on low-risk retail banking and its avoidance of investment-banking activity (Mallet, 2011b), Santander has entered offshore markets in the wake of their systemic crises. In the 1990s, it entered the Mexican and Argentinian markets. In July 2004 it acquired the UK's Abbey National. In June 2006 it purchased a fifth of the US's Sovereign Bancorp. In May 2007 it joined an offer for Abn Amro and acquired Banco Real, Abn Amro's subsidiary in Brazil. In July 2008, Santander acquired Alliance and Leicester, which had 24BN GBP in deposits and 254 branches; then in September 2008 it purchased Bradford and Bingley, a savings bank with 197 branches, 140 agencies, and 22.2BN GBP in deposits. In October 2008 it acquired the 76% of Sovereign it did not own. It acquired HSBC Finance Corp (USA), an auto financing company, in 2010. Santander was then forced to declare huge losses on its commercial real-estate lending in Spain. With 50% of its profit coming from Brazil, Chile, and Mexico, the bank has been stepping away from real-estate lending in Spain (Scott, 2012). However, it refreshed its capital with a Mexican equity sale, and in 2012 bought two Polish banks (*Financial Times*, 2012).⁷

The Competitive Threat from Cajas. Santander's reduced attention to the Spanish market is representative of a broader trend: large private banks' declining role in relationship banking. For one thing, large corporations have increasingly turned from bank credit to other sources of finance; for another, these banks have been under growing competitive pressure from Spain's cajas.

The cajas have historically had no owners, but instead were overseen by political leaders and clergy. They have some characteristics of regional development banks, providing 'soft finance' for local businesses and for governments in Spain's 17 autonomous regions (Stewart, 2003). Post-Franco financial liberalization allowed cajas to offer the same products as banks for the first time. They benefited in the

⁷ Now the largest bank in Europe, Santander's current global asset size of 1.27 TR Euros would make it the 4th largest BHC in the US. In 2013, Sovereign Bancorp was renamed Santander Holdings USA; it is the 29th largest BHC in the US as of March 31, 2013, with assets of \$83 billion.

resulting competition from their close relationships with their home communities. By 2003, cajas had overtaken commercial banks in mortgage lending and increased their consumer loan share from a sixth to a half (Stewart, 2003). Cajas had strong relationships with many local businesses, not only lending to them but also taking ownership positions.

Cajas' focus on mortgages and lower-income customers brought them substantial revenue. Jiménez and Saurina (2004) found evidence that cajas' loans were riskier than those made by other lenders, and that close bank-borrower relationships (like cajas') increase their willingness to take more risk. That said, the 2000s brought rapid growth for the cajas; two cajas assumed third and fourth place in overall asset size. They were now competing across the board with banks in an increasing number of markets: one caja bought a bank in Florida, while another undertook a (Spanish) joint venture with Wachovia, and a third bought a 25-percent interest in Mexican mortgage company (Stewart, 2005).

The caja boom was in full swing by 2007 (*European Banker*, 2007). Cajas paid out higher deposit interest rates paid than commercial banks; and they held share ownership positions in several Spanish banks and in 2,000 businesses, 95 percent of which were not listed on the stock exchange. Since cajas had no equity capital, they expanded by inaugurating new branches – 1000 in 2007 alone (Amaral 2008). This brought cajas' overall branch total to 24,600, compared with the 15,600 branches maintained by other Spanish banks. New branches were often loss-leaders, especially in smaller towns; but opening branches conveyed the 'personal commitment' for which cajas were known. Cajas' pursuit of this strategy was not uniform across space; Alamá and Tortosa-Ausina (2012) found some evidence of financially excluded areas within Spain. Barcelona-based La Caixa, the largest of the cajas, has 5,000 more branches in Spain than Santander.

Then the music stopped. From an increase of profits of 19 percent in 2007, they slumped to an 0.2 percent gain in the first quarter of 2008 (Amaral, 2008). Expansion by branch opening had, in turn, reached a limit. As of 2008, Spain had approximately 1150 persons per bank branch; in the same year the US, for example, had 3800 persons per branch. In response to the housing slump, the cajas attempted to diversify. Their search for new products included insurance, investment funds, and business lending.

Securitization. From the late 1990s on, mutual funds have taken deposits away from banks. Banks reacted by creating their own mutual fund subsidiaries. Banks continued to use their subsidiaries' funds to support loan growth. This was done by shifting the locus and form of credit provision from relational to arms-length, and from loan-making to securitization. Securitization was considered a safe form of investment due to unique Spanish laws (subsequently softened, but not repealed) requiring that originators bear the risks of the securities they originated, and covered

or even over-collateralize their risk exposure, under «dynamic provisioning» clauses (Fernández de Lis and Herrero, 2008).

Securitization grew by 900 percent in Europe between 2000 and 2008; and Spain was second only to the UK in the volume of its securitised assets. Some 70% of Spanish savings banks securitised in the 2000-08 period, compared to 50% of commercial banks and credit cooperatives. And whereas securitization in the US usually involves the off-loading of credit risk («originate-to-distribute»), Spanish banks retained much of their credit risk («originate-to-hold» lending), often issuing *cédulas hipotecarias* (mortgage-covered bonds). Cardone-Riportella *et al.* (2010) show that securitization based largely on real estate reached a frenzied high in 2007. The total volume of assets securitized was 137 billion Euros in that year, 46 percent more than in 2006. Of that total, real-estate transactions constituted 46 percent, commercial loans 14 percent, and credit to small and medium enterprises, 7.5 percent.⁸

The upshot of these trends toward concentration and securitization is that relationship banking matters less at all levels. The small banks more committed to relationship banking have been growing more slowly than large banks (Benito, 2008), and making loans that can be traded at arms-length. And as noted, the nature of credit relations with agrarian cooperatives has been shifting, with smaller borrowers less favored than before. Cajas have retained their relationship banking practices, but they have increasingly focused on housing loans, and are seeking new lines of business. Academic studies record the same trends. For example, Martín-Oliver (2010) finds that bank branches are losing their influence on lending equations. And Karaivanov *et al.* (2010) find that there are many unbanked firms that rely on other non-financial firms or family-tied groups for financing.

Since small and medium enterprises rely far more heavily on relationship banking for credit than do large firms, these trends in Spanish banking – all of them at play before the outbreak of the crisis – have had a disproportionate negative impact on these firms. A comparative study of France and Spain by Deeg and Perez (2000) provides some evidence. These authors argue that the traditionalist and top-down character of banking in Spain builds path dependence into financing patterns. They write:

«... the sectors in which the banks have maintained their stakes have been those least exposed to foreign competition or where a return was assured in some other way (in particular, utilities and firms with majority public ownership). By contrast, banks have often stayed away from the more

⁸ One might question why securitization raced ahead while housing prices were already falling. Carbó-Valverde *et al.* (2012) suggest loan performance explains ratings changes with a lag of four quarters; more plausible is the finding by Martínez Solano *et al.* that bank stock prices rise when securitizations are announced.

competitive and innovative sectors of the Spanish economy where multinationals and foreign investors have been key investors.

“The principal impression that emerges from the literature on SMEs (which are largely family owned in Spain ...) is the extreme difficulty that these firms have had in attaining investment finance at acceptable terms in Spain. Spanish SMEs depend heavily on bank finance in terms of external sources of finance, given the absence of a viable small firm equity market and the underdevelopment of the Spanish venture capital market» (Deeg and Perez, 2000, pp. 133)

Housing Bubble and Financial Crisis. Bank of Spain studies had already identified a bubble in the Spanish housing market by 2002.⁹ According to the Bank of Spain (the Spanish Central Bank), between 1997 and 2007, the average housing price in Spain rose by 115% in real terms, versus 80 percent in the United States and 40 percent in the Eurozone. Demand was spurred by foreign vacation-home seekers and by Spain’s immigrants (equal to about 10 percent of the population). Many immigrants worked in construction, a sector whose direct contribution to GDP grew to 14 percent.¹⁰

The cajas financed both the construction and the purchase of housing; housing accounted for 41% of their loan total. There was a remarkable acceleration in the period immediately before the crisis: between 2004 and 2007, credit to the construction and real-estate sectors, respectively, grew by 24.6 percent and 43 percent per annum. So risks and solvency problems, when they came, were concentrated among cajas.

Between 1997 and 2007, housing loans as a percentage of GDP increased from 28.4% to 102.9%. The widespread use of credit for housing exceptionally increased households’ private debt. This debt rose from 52.7% of disposable income in 1997 to a maximum of 132.1% in 2007. As a result, the effort of individuals to acquire a dwelling rose from 4.3 years of salary at the beginning of the cycle to 9.1 years at the end of it. This was an unsustainable level. Also unsustainable was the pace of home-building. In the boom decade, 500,000 dwellings were being built annual, versus a demographic demand of 350,000. The result was an oversupply of unsellable homes at the onset of a prolonged economic slump in Europe. By 2010, Spain had a million completed unsold dwellings (Rodriguez, 2011).

⁹ Pagés and Maza (2003) established that housing prices, having risen 55 percent in the 1998-03 period, were 30 percent above their 1991 peak; and Ayuso and Restoy (2003) found the Spanish housing market was overpriced by 20 percent in 2002.

¹⁰ These statistics are drawn from Carballo-Cruz (2011), who is also the source of the other uncited statistics in this section and in section 6.

5. SOME CONTEXT: THE 1980S US «TRIPLE BANKING CRISIS» AND SUBPRIME CRISIS

Coming out of the Depression, the US, like Spain, had a functionally and geographically segmented financial system, with money-center banks focused on large firms and rich households, other commercial banks focused on medium or small units, and savings and loan associations and mutual savings banks (collectively known as thrifits) made mortgage loans.

These arrangements began breaking down in the 1960s, and were further weakened by macroeconomic instability - several years of high inflation, high interest rates, and recession – between 1974 and 1982. People pulled their savings out of deposits and into mutual funds. Banks were permitted to create some mutual-fund-like instruments, but were not able to capture back much of the savings they lost. And when oil prices collapsed, the loans that had anticipated continued high oil and commodity prices could not be validated.

By 1982, a triple banking crisis afflicted the US banking system: some money-center banks were technically insolvent (or nearly so) due to their large exposures to failed loans to Latin America; other money-center banks (and some regional banks, including every large bank in Texas) were insolvent because of their exposure to loans on failed real-estate development projects in the «oil patch» states (Texas, Oklahoma, Louisiana); and many thrifits were illiquid, and in some cases insolvent, because borrowing rates spiked above the rates on their stock of mortgages.

Three mistakes were made in this time period. First, the policy of too-big-to-fail banks was established and applied to Continental Illinois Bank of Chicago.¹¹ Federal funds were used to permit its resolution. While the notion of «systematically important» institutions may be defensible, introducing this designation while deregulating invited further problems.

That commitment to deregulation was the second mistake. Policy-makers assumed deregulation would make the US financial system more competitive. A federal deregulation law (the Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982) provided \$50 billion to close failed thrifits, and also permitted thrifits to make a wider range of loans and to undertake more activities. It is important to note that thrifits and banks alike can be chartered, under American law, at the federal or state levels; thus what activities they are permitted depends on which level of government charters them. Many states reacted to (or anticipated) the federal deregulation of thrifits by making their charters even more permissive. This problem of «two-tiered» regulation created a race-to-the-bottom for regulatory oversight. Meanwhile, the new landscape of possibility for thrifits seemed boundless. Thrifits chartered in Arizona, for example, could own real-estate developments, finance their construction, and sell mortgages to their buyers.

¹¹ Dymski (2012) provides a detailed analysis of the emergence of the too-big-to-fail doctrine.

The third mistake was the treatment of insolvent savings and loan associations. First, resolution of problems thrifths was delayed. Then, those buying failed thrifths – via mergers or acquisitions supported by federal cash infusions – frequently obtained (or held) thrift charters in permissive states. The results were disastrous. Between 1982 and 1989, when a subsequent thrift reform was passed (the Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989), a huge number of thrifths got further into trouble. Rather than reining in their activities, many thrifths engaged in wildly speculative and often fraudulent activities. The most famous case is that of Charles Keating, who owned Lincoln Savings Bank of Arizona, and who sold fraudulent bonds to finance non-existent real-estate waterfront developments in the middle of the desert (Black and William, 2005). Curry and Shibut (2000) calculated the cost of the 1989 bailout bill, for institutions whose assets had totaled \$500 billion, at \$154 billion. Half the thrifths in the US failed between 1986 and 1995.

The Subprime Crisis. The US mortgage finance system was restored to order by a rapid shift to securitization. Initially, US mortgages could be securitized by qualifying for underwriting by two government sponsored enterprises (Fannie Mae and Freddie Mac). Qualifying mortgages had to meet certain thresholds regarding the loan/income ratio and price level. This insured the security of these securities, as they were both adequately collateralized and affordable for their holders. With time, however, a number of private underwriters appeared, each willing to underwrite riskier or higher-value loans. The system was on a slippery slope to the creation of subprime mortgages: that is, mortgages whose repayment terms, fees, and interest rates made them almost certain to default unless the prices of the homes on which they were taken out grew immensely in value. These mortgages, as detailed in Dymski (2009), were disproportionately marketed to minority borrowers, many of whom could have qualified for conventional loans. Subprime loans are antithetical to the principle of relationship banking: borrowers were given loans that were certain to default unless unprecedented housing-price growth was sustained.

Banks evolved new processes for the creation and marketing of securities, and an ever-expanding set of mechanisms for transforming, underwriting, and off-loading risk. The key means of offloading risk was an expanding set of secondary markets for loan-backed securities. Whether off-balance-sheet risks originated by banks was ultimately banks' responsibility would emerge as a central challenge in the subprime crisis of 2007-08; another crisis-related challenge would involve the adequacy of liquidity to support banks on- and off-balance-sheet loan portfolios. But initially, 'out of sight, out of mind' was the applicable principle. Consequently, banks began to market new loan instruments that took advantage of the possibilities opened up by securitization. Some banks – primarily large megabanks that either were, or would soon be, designated as «too big to fail» – also took advantage of their centrality in interlocking subprime markets to generate earnings from buyers and sellers, underwriters and speculators, alike: they made loans, bundled and sold

securities, serviced mortgages, and took short or long positions in real and synthetic subprime instruments.

Later it would become clear that banks' individual decisions to increase expected profits by expanding into securitization and into more loan markets were taken without considering their contribution to heightened liquidity and default risk in the overall credit markets. That is, spillover effects were ignored. But the extent of these spillovers was not clear until the money markets supporting securitized debt collapsed in September 2007.

Instead of exploring the subprime crisis at length, we make three points about that history here. First, the deep recession that occurred after the first shock of the subprime crisis undercut the conditions needed for many small banks to sustain successful localized investment-savings cycles in their home cities. In the four years after 2008, 367 commercial banks – 5.3 percent of the 2009 total, failed. A disproportionate number were small business-focused banks operating in areas with high concentrations of subprime loans. Second, one consequence of the too-big-to-fail machinations that accompanied the subprime crisis itself was that the four largest US megabanks - JP Morgan Chase, Citibank, Bank America, and Wells Fargo – have acquired close to half the US volume of all the major categories of lending. At the same time, these banks' lending to small business has not increased notably since 2008; in particular, business and mortgage lending has remained stalled. Third, the implementation of quantitative easing, in its various manifestations, has privileged large banks' balance sheets and ease of access to funds, over and against smaller banks.

In the context of this telescoped history, an enumeration of the further mistakes made in the subprime crisis would be as follows: 1) the absence of any prudential oversight over the multi-site process of the creation, bundling and distribution of high-risk loans separating risk-creation from risk-bearing for their issuers; 2) the failure to implement any oversight mechanism for insuring that consumer rights were not abused in the creation and distribution of new subprime loan products; 3) creating a toxic macroeconomic atmosphere that puts otherwise-viable community-serving banks at risk; 4) permitting the resolution of a crisis linked to the overly speculative and imprudent behavior of large banks, to unfold in a way that further disadvantages smaller banks relative to large banks, post-crisis.

6. THE SPANISH BANKING CRISIS

The lending slowdown Spain preceded the outbreak of the Eurozone crisis. In early 2008, credit to companies in Spain grew at annual rates exceeding 30% (twice the Eurozone average). In late 2009, the growth of credit to companies became negative, declining to -4.2 percent in early 2010. The weak macroeconomic environment significantly increased banking credit risk in the southern European

countries (Castro, 2013). The announcement of the Greek bailout in May 2010 then had a «wake-up call» effect on European bond and bank equity prices (Mink and de Haan, 2013). European authorities ordered stress tests, hoping to reassure markets about the strength of European banks' balance sheets. However, five of the seven banks that failed July 2010 «stress tests» were cajas (Mallet, 2010b).

The banking industry's exposure to construction and property development transmitted the housing crisis to the banking sector (Carballo-Cruz, 2011). In late 2010, the default rate for credit to real estate developers reached 14 percent, and for construction companies, 11 percent. The default rate for housing loans was below 2.5 percent, due to the fact that under Spanish law, repayment obligations remain for loans to individuals, even when the assets purchased with those loans have been vacated.

Responses to the crisis. The reactions of the cajas and Spanish policy-makers to the crisis were slow (Carballo-Cruz, 2011). The initial idea was to mobilize private-sector resources to address the banking sector's problems. In 2009, an institution for organizing the bank restructuring – the Fund for Orderly Bank Restructuring (FROB) - was created with a small amount of public funds, and in anticipation of substantial private-sector subscriptions. However, this fund was undersubscribed, and cajas delayed responding to the crisis (Mallet, 2010a); their profits plunged but they delayed making staff cuts. Finally, in May 2010 the Bank of Spain seized CajaSur of Cordoba (and later a second caja), and forced action on its demand that the cajas consolidate. By September, the 42 cajas were being restructured into 18 holding groups (Mallet, 2010c). Concentration processes, by the end of 2010, affected 40 of the 45 cajas. Most involved the use of a consolidation mechanism – the Institutional Protection Systems (SIP) – permitted the formation of coalitional entities that retained some autonomy. By the end of 2010, only 17 savings-bank entities remained. The largest of these consolidated entities, formed on December 2, 2010 with 4.5 billion Euros in public support, was Bankia. The Caja Madrid held a controlling interest in this 'cold fusion' merger, which included offloading of toxic assets into a 'bad bank' (Banco Financiero y de Ahorros).

These moves were not sufficient to disperse pressure on Spanish securities. In early 2011 the cajas were threatened with nationalization if they did not raise more equity (Mallet, 2011a). Market pressure on the sector (and on Spanish securities more broadly) heightened due to the cajas' balance-sheet opacity and to continuing revelations of more problem loans and housing price declines. Some cajas finally sold shares, most notably Bankia: its public subscription of 3.3 billion Euros in July 2011 was hailed as the definitive step in resolving the Spanish banking crisis. But loan losses continued to mount. In May 2012, Bankia required a further public bailout of 10 billion Euros (Johnson, 2012). Only two months later, Spain was forced to accept a 100 billion Euro bailout package from the International Monetary Fund-led «Troika». Under the terms of this package, Spanish banking institutions at all levels would have to demonstrate that the adequacy of their capital.

Mistakes made and made again. We turn from the unresolved efforts to understand the exact amounts of Spanish banks' balance sheet damage to a consideration of the lessons for the Spanish banking crisis from recent US experience, starting with the 1980s «triple banking crisis». The first lesson is to avoid labeling any institution «too-big-to-fail». Spain has not faced the failure of «systematically important» megabanks in the same way as has the US; but its large cajas' woes have become intertwined with the nation's efforts to manage its crisis.

The deregulation mistake made in the US was partially repeated in Spain, as Spain – like the US – was slow to impose firmer guidelines on its cajas. Further, the rechartering of cajas that were already effectively insolvent – in Spain's case, via the SIP mechanism – represents an almost exact duplication of US action under its 1982 Garn-St Germain Act. The result in that case was that giving renewed life to these 'zombie banks' led to much greater publicly-paid losses some years later. This is precisely the pattern now in play with the cajas: as in the US, hubris has not led to repentance, but to new life.

Turning to lessons from the US subprime crisis, there is some evidence that predatory loans to lower-income families may be part of the current problem – dynamic provisioning notwithstanding. However, as in the US case, no precise data on the extent of predatory lending exists. Where Spain has bettered the US is in its far more rigorous oversight of the securitization process. This said, that oversight had unintended consequences. The US system of securitization established a nest of interconnected securities claims. Once housing prices and homeowners' carrying capacity collapsed, the immediate result was an impenetrable set of unsatisfied cash-flow claims; the longer-term result was 12 million foreclosures and continuing acrimony among frustrated wealth-owners. The Spanish system was designed to avoid such tangled webs of cross-cutting claims; but instead, loan defaults stay with their originating banks. The use of collateral guarantee provisions was designed for every contingency but the one that happened – a systematic deep collapse of housing prices. The Spanish system also has not learned from US experience that it is difficult or impossible to resolve structural banking problems in a low-growth macroeconomic environment.

7. THE FUTURE OF RELATIONSHIP BANKING IN SPAIN

Spain is a nation in which small and medium enterprises account for a large amount of employment, enterprise, and economic growth. And it is widely recognized that enterprise capacity depends crucially on credit availability; see, for example, Perez *et al.* (2007) and Casasola-Martínez and Cardone-Riportella (2009). Spain's banking system has been designed in the post-Franco era to have businesses of each size-class serviced by banks operating at parallel scales. As noted, any banking system will tend to centralize credit-creation and, in crisis periods, to

centralize liquidity, as a consequence of which the banking system contributes to uneven regional growth. That said, the design of the post-Franco Spanish system respected Spain's historical development and also the diverse patterns of its business enterprises, often family-owned.

This system was disturbed, however, from the 1990s onward by shifts and adjustments made in anticipation of joining the European Monetary Union; these shifts pushed banks toward larger combinations and away from the smaller markets they had previously served. The housing boom of the 1990s and 2000s, in turn, disturbed this pattern further. In particular, cajas – who have occupied the critical middle rung in the enterprise-bank ladder – were pulled heavily into financing housing construction and home purchases.

This was the state of things when the financial crisis hit Spain. The crisis found Spain's banks and its government in denial. Some of the mistakes made in the US in dealing with its 1980s and its 2008- crisis were repeated in Spain, including the failure to move aggressively in response to the outbreak of crisis, and to move more aggressively to block the financial system from doing more damage. The result is that the Spanish financial crisis has carried on, unresolved. The operational capacities of banks at all levels of Spain are compromised, just when the small and medium enterprises they serve most need them. Banks in Spain are worried about their capital adequacy and about the magnitude of their credit-portfolio risk, and not in a posture to provide the credit that will renew Spanish economic growth.¹²

The steps taken to resolve Spain's banking crisis have emphasized the need for more capital, and for bigger and fewer banks than in the pre-crisis scenario. Special attention has been paid, in addition, to Spain's largest banks in this crisis-resolution drama. Several of Spain's cajas, which had already «super-sized» themselves in competing for growth in the 1990s and 2000s, have become systemically important. The super-sizing process itself moved these cajas' attention away from serving their (former) home markets; the capitalization process will take these institutions further in the direction of being generic, national-market-spanning general banks. The cajas who did not super-size may not survive, or may survive with a vastly reduced loan-making capacity. If things unfold in this way – with «two tiers» of Spanish banks, with the upper tier comprised of two former cajas – then it will be crucial for smaller cajas and for credit cooperatives to play a reinforced role in the localized provision of productive credit. But here we must emphasize the key lesson from the Los Angeles ethnic-banking experience: that is, a small, locally-based banking sector can revitalize a community only when its activities are reinforced by the lending activity of larger banks, and when the national economy has a robust base-line level of economic activity.

¹² Appleyard (2013) tells almost exactly this story for the case of Great Britain.

This suggests that efforts to restore the solvency of Spain's banks – which has become virtually the only question that matters (other than the volume of bad loans) for Spain's large banks – should be supplemented by policies to re-instill vigor and energy into smaller local markets and small banks. One key is to recognize, in the law and in public discourse, that banks that focus on multinational competition and overseas markets are themselves engaged in a redefinition of banking: what is «modern» and what is «outdated». This was the path that led to the subprime implosion in the US.

The questions will be how to make the space for embedded banking. In the case of Los Angeles' ethnic banks, the impetus was provided by minority communities banding together for economic survival and then success, and facilitated by a legal structure that made it relatively easy to charter a bank. An impetus of this kind would have existed when the cajas were created; but much history has passed since then. Can this spirit be renewed?

It is possible to outline several ways to move forward. First, a Community Reinvestment Act along US lines, which requires every bank to have a public plan explicating how every bank is meeting the credit needs of all the banking sub-markets it serves, would be a useful addition to Spain's legal roster of banking law. Second, providing more resources for credit cooperatives – perhaps through tax-investment incentives – would permit more finally-enabled but still socially accountable experiments in local cooperation and control.

Third, a robust public investment bank would also help to ensure that visionary entrepreneurs and inventors have the resources needed to create new industries and new jobs. The case of the National Bank for Social and Economic Development (BNDES) in Brazil is worthy of study and emulation (Bateman, 2013). BNDES operates at two levels, national and regional (localized). At the national level, it nurtures industries and provides support for infant and even national-champion industries; as such, it plays its role in providing a stable income floor for Brazil. At the local level, BNDES puts some of its resources into community-development banking entities in Brazilian cities and towns (including some microfinance funds that loan to small businesses in favelas). Providing some portion of its support for local enterprises through these smaller portals assures that lending is embedded, as it makes use of localized knowledge and informal insights that published statistics will be unable to capture.

In sum, the policy innovations discussed here may have the potential to offset the quadruple ratchet that is forcing Spanish banking to move away from relationship banking and in the direction of using standardized algorithms to deliver credit at a distance from the households and small-medium enterprises they are meant to serve. These innovations will certainly not work the same way in Spain as they have elsewhere; and they may not work at all. The BNDES model would be difficult or

impossible to export wholesale to Spain: the strong regional character of Spanish economic identity and growth might make it impossible to have one entity serving the entire nation. And if there were regionally distinct developmental banks, the question of equity in the distribution of resources across regional mini-BNDES's would arise. There is no clean and simple answer to such design dilemmas.

But the point is not that this makes movement in this direction impossible; even widely-celebrated institutions such as BNDES face charges of being unbalanced and unfair in their distribution of lending. The real question that emerges from the Spanish economic crisis is what less-than-perfect mechanism can be created and sustained, in a contentious political environment, to renew the embedded banking that can renew the capacity of Spain's critically important small and medium enterprises. Restoring the fortunes and balance sheets of Spain's megabanks will not constitute an answer to this question, whose urgency will be apparent if crisis turns, as seems likely, to stagnation.

REFERENCES

- ALAMÁ, L. and TORTOSA-AUSINA, E. (2012): «Bank Branch Geographic Location Patterns in Spain: Some Implications for Financial Exclusion», *Growth and Change* 43(3), 505-43.
- ALDANA, C., CHEE, M., DYMSKI, G., LI, W. and ZHOU, Y. (2002): «Chinese American Banking and Community Development in Los Angeles County: The Financial Sector and Chinatown/Ethnoburb Development», *Annals of the American Association of Geographers* 92(4), 777-796.
- ALDANA, C., AHN, H., DYMSKI, G. and LI W. (2010): «Ethnobanking in the USA: from antidiscrimination vehicles to transnational entities», with *International Journal of Business and Globalisation* 4(2), 163-91.
- ALTUNBAS, Y. and MARQUÉS, D. (2008): «Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities», *Journal of Economics and Business* 60, 204-22.
- AMARAL, R. (2008): «Can Cajas Ride Out the Storm?» *The Banker*.
- APPLEYARD, L. (2013): «The Geographies of Access to Enterprise Finance: The Case of the West Midlands, UK», *Regional Studies* 47(6), 868-79.
- AYUSO, J. and RESTOY, F. (2003): *House Prices and Rents: An Equilibrium Asset Pricing Approach*. Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo nº 0304. Madrid.
- BATEMAN, M. (2013): «Financing local economic development: in search of the optimal local financial system», In: ÖFSE (Hg.) Österreichische Entwicklungspolitik, Analysen Berichte, Informationen mit dem Schwerpunktthema «Private Sector Development – Ein neuer Businessplan für Entwicklung?» Wien 43-52.
- BENITO, E. (2008): *Size, Growth, and Bank Dynamics*. Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo nº 0801. Madrid.
- BLACK, W. and WILLIAM, K. (2005): *The Best Way to Rob a Bank Is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry*. Austin: University of Texas Press.
- BOOT, A. (2011): «Banking at the Crossroads: How to Deal with Marketability and Complexity?» *Review of Development Finance* 1, 167-183.
- BOOT, A. and THAKOR, A. (2000): «Can Relationship Banking Survive?» *Journal of Finance* 55(2), April 679-714.
- BOOT, A., GREENBAUM, S. and THAKOR, A. (1993): «Reputation and Discretion in Financial Contracting», *American Economic Review* 83(5), December 1165-84.
- CABRAL, I., DIERICK, F. and VESALA, J. (2002): «Banking Integration in the Euro Area», *European Central Bank Occasional Paper Series No. 6*, December.
- CARBALLO-CRUZ, F. (2011): «Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?» *Panoeconomicus* 309-328.
- CARBÓ-VALVERDE, S., MARQUÉS-IBÁÑEZ, D. and RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, F. (2012): «Securitization, risk-transferring and financial instability: The case of Spain», *Journal of International Money and Finance* 31 80-101.
- CARDONE-RIPOTELLA, C., SAMANIEGO-MEDINA, R. and TRUJILLO-PONCE, A. (2010): «What drives bank securitisation? The Spanish experience», *Journal of Banking & Finance* 34 2639-2651.
- CASASOLA-MARTÍNEZ, M.J. and CARDONE-RIPOTELLA, C. (2009): «Too important to fail»: ¿Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las pymes españolas?» *Universia Business Review*.
- CASTRO, V. (2013): «Macroeconomic determinants of the credit risk in the banking system: The case of the GIPSI», GEMF Working Papers 2013-12, GEMF - Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra.
- CHEE, M. DYMSKI, G., LI, W. and ZHOU, Y. (2001): «Banking on Social Capital in the Era of Globalization: Chinese Ethnobanks in Los Angeles», with, *Environment and Planning A*. Vol. 33, 2001: 1923-48.
- CHICK, V. (1986): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest», *Economies et Sociétés* 20, *Monnaie et Production* 3, 111-26.

- CHICK, V. and DOW, S. (1988): «A post-Keynesian Perspective on the Relation between Banking and Regional Development», In *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*, edited by Philip Arestis. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 219-250.
- CORGEL, J. and GAY, G. (1987): «Local Economic Base, Geographic Diversification, and Risk Management of Mortgage Portfolios», *Real Estate Economics* 15(3), September 256-67.
- CURRY, T. and SHIBUT, L. (2000): «The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences», *FDIC Banking Review* 13(2), 26-35.
- DEEG, R. and PÉREZ, S. (2000): «International Capital Mobility and Domestic Institutions: Corporate Finance and Governance in Four European Cases», *Governance: An International Journal of Policy and Administration* 13(2), April 119-153.
- DIAMOND, D. (1984): «Financial Intermediation and Delegated Monitoring», *Review of Economic Studies*, vol. 51 (July), pp. 393-414.
- DIAMOND, D. and DYBVIG, P (1983): «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy* 91(3) 401-19.
- DOW, S. (1992): «The Regional Financial Sector: A Scottish Case Study», *Regional Studies* 26, 619-31.
- (1999): «The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems», in *Money and Space Economy*, edited by Ron Martin. London: Wiley, 31-48.
- DOW, S. and RODRÍGUEZ-FUENTES, C. (1997): «Regional Finance: A Survey», *Regional Studies* 31(9), 903-920.
- DYMSKI, G. (2009): «Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis», *Historical Materialism* 17(2), 149-179.
- (2010): «Understanding the Subprime Crisis: Institutional Evolution and Theoretical Views», Working paper at the Kirwan Institute for the Study of Race and Ethnicity, Ohio State University, January.
- (2012): «Genie out of the Bottle: The Evolution of Too-Big-to-Fail Policy and Banking Strategy in the US», mimeo, Leeds University Business School, University of Leeds,
- ELSAS, R. (2005): «Empirical Determinants of Relationship Lending», *Journal of Financial Intermediation* 14, 32-57.
- ELYASIANI, E. and GOLDBERG, L. (2004): «Relationship Lending: A Survey of the Literature», *Journal of Economics and Business* 56, 315-30.
- EUROPEAN BANKER (2007): «The Good Times for Spain's Powerful Cajas», *European Banker*, February 7.
- FAMA, E. (1980): «Banking in the Theory of Finance», *Journal of Monetary Economics* 6, 39-57.
- FERNANDES, A. and MOTA, P. (2013): «The Euro Zone Peripheral Countries' Sovereign Debt Crisis: Also a Case of Non-Mature Democracies?», *Panoeconomicus* (Special Issue): 291-310.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. and GARCÍA HERREIRO, A. (2008): «The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitization Model and Dynamic Provisioning», *Housing Finance International* 23(1), 14-19.
- FINANCIAL TIMES (2012): «Santander: In Pole Position», *Financial Times*, February 28.
- GERSCHENKRON, A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge: Harvard University Press.
- HAHN, F. (1980): «Discussion», in *Models of Monetary Economics*, edited by John Kareken and Neil Wallace. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minnesota, 161-6.
- HERNANDO, I. and MARTÍNEZ PAGÉS, J. (2001): *Is there a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Spain?* Banco de España – Servicio de Estudios, Documento de Trabajo no. 0117. Madrid.
- JIMÉNEZ, G. and SAURINA, J. (2004): «Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk», *Journal of Banking and Finance* 28, 2192-2212.
- JOHNSON, M. (2012): «Bankia's Failure to Face Reality Brings Back Crisis», *Financial Times*, May 7.
- KARAIVANOV, A., RUANO, S., SAURINA, J. and TOWNSEND, R. (2010): «No Bank, One Bank, Several Banks: Does It Matter for Investment?» Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo nº 1003. Madrid.
- LAEVEN, L. and VALENCIA, F. (2008): «Systemic Banking Crises: A New Database», *IMF Working Paper* WP/08/224, November.
- MALLET, V. (2010a): «Spain's cajas pay price of inaction», *Financial Times*, June 2, 24.

- (2010b): «Cajas Undergo Profound Transformation», *Financial Times*, September 6, 16.
- (2010c): «Profits drop sharply at Spanish cajas», *Financial Times*, September 16, 2010: 16.
- (2011a): «Cajas Eye IPOs as Key to Survival», *Financial Times*, February 2, 2011: 16.
- (2011b): «Santander Predicts Return to Big Profits», *Financial Times*, September 29, 2011.
- MARTÍN-OLIVER, A. (2010): «From Proximity to Distant Banking: Spanish Banks in the EMU», Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo nº 1008. Madrid.
- MARTÍNEZ SOLANO, P., YAGÜE GUIRAO, J. and LOPEZ MARTINEZ, F. (2009): «Asset Securitization: Effects on Value of Banking Institutions», *The European Journal of Finance*, Vol. 15, nº 2, 119-136.
- MELIAN-NAVARRO, A., CAMPOS-CLIMENT, V. and SANCHIS-PALACIO, J. (2011): «Analysis of Mergers Between Rural Savings Banks and Their Influence on Agrarian Cooperatives: The Valencian Case in Spain», *Innovar* [online] 21, nº 41, 91-110.
- MINK, M. and DE HAAN, J. (2013): «Contagion during the Greek Sovereign Debt Crisis», *Journal of International Money and Finance* 34, 102–113.
- PAGÉS, MARTÍNEZ, J. and MAZA, L.A. (2003): *Analysis of House Prices in Spain*. Banco de España: Servicio de Estudios - Documento de Trabajo nº 0307. Madrid.
- PÉREZ, F., FERNÁNDEZ DE GUERVARA, J., SELOVICS, R., ILLUECA MUÑOZ, M., MAUDOS VILLARROYA, J., PASTOR MONSÁLVEZ, J.M. and TORTOSA-AUSINA, E. (2007): *Banca Relacional y Capital Social en España: Competencia y Confianza*. Fundación BBVA. Valencia: Valencia Institute of Economic Research.
- PÉREZ, S. (1998): «Systemic Explanations, Divergent Outcomes: The Politics of Financial Liberalization in France and Spain», *International Studies Quarterly* 42(4), December 755-84.
- PORTEOUS, D. (1995): *The Geography of Finance: Spatial Dimensions of Intermediary Behaviour*. Avebury, Aldershot.
- RODRÍGUEZ, J. (2011): «El Mercado y la Política de Vivienda», *Economistas* 126, 97-109.
- SCOTT, M. (2012): «Santander Earnings Plunge 94% on Real Estate Woes» *New York Times Dealbook*, October 25.
- STEWART, J. (2003): «Cajas build on their good fortune», *Euromoney*, June: 1.
- (2005): «Banks Feel Effects of Cajas' Success», *The Banker*, November: 1

Financiación de la pyme española: análisis de la evolución reciente y nuevas perspectivas

En este artículo se analizan los factores determinantes del acceso a la financiación externa, con especial referencia a la crisis y sus efectos en la financiación de la pyme en España. Se lleva a cabo un estudio empírico con el fin de diagnosticar la trayectoria en el periodo comprendido entre 2009 y 2011. En general, características como el sector, el tamaño o la antigüedad de la empresa influyen en el acceso, el uso o el crecimiento derivado de las diferentes fuentes de financiación. Por último, la pyme se muestra algo reacia y conservadora con respecto a su expectativa de acceso al considerar que, en general, las condiciones se mantendrán en el futuro inmediato.

Kanpoko finantzaketa eskuratzea eragiten duten faktore nagusiak aztertzen ditu artikuluak, krisia eta Spainian ETEen finantzaketan hark izandako eragina bereziki aipatuta. Azterketa enpíriko bat egiten da 2009 eta 2011 arteko aldiaren ibilbidea diagnostikatzearen. Oro har, hainbat ezaugarrik (hala nola sektorea, enpresaren tamaina edo antzinatasuna) eragiten dute finantzaketa-iturri ezberdinen eskuratzean, erabilera edo haien ondoriozko hazkundearan. Azkenik, ETEa apur bat uzkur eta kontserbatzaile agertzen da eskuratzeko aukerari dagokionez, baldintzak, oro har, berehalako etorkizunean ez direla aldatuko iritzita.

In this paper we analyze the determinants of access to external financing, with special reference to the crisis and its effects on the financial resources of SMEs in Spain. In this sense, we carried out an empirical study to diagnose the trajectory in the period between 2009 and 2011. In general, characteristics such as activity sector, size or age of the company, affect their access to financial markets and the growth allowed by the use of this financing. Finally, SMEs seem a little bit conservative in their expectations of financial access, since they tend to think that, in general, current conditions will not change in the near future.

Yaiza Armas Cruz
Esperanza Gil Soto
Estefanía Hernández Estárico
Sandra Morini Marrero

Universidad de La Laguna

207

Índice

1. Introducción
 2. La relevancia económica de la pyme y su financiación: antecedentes y actualidad
 3. El acceso de la pyme a la financiación: el análisis de resultados
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: pyme, crisis bancaria, fuentes de financiación.

Keywords: SME, banking crisis, funding sources.

Clasificación JEL: G31, G32, D21.

1. INTRODUCCIÓN

La considerable importancia de la pequeña y mediana empresa (en adelante, pyme) en la economía española, puesta de manifiesto en su mayoritaria participación en el valor añadido bruto y el empleo, unido a la incertidumbre e inestabilidad derivadas del contexto de crisis económica y financiera, justifican la necesidad de estudiar en profundidad los problemas de la financiación del núcleo del tejido productivo español.

Entre el período precrisis y la actualidad se observa un cambio considerable no sólo en la disponibilidad de crédito y los requisitos necesarios para su obtención, sino también en la exigencia requerida en la aplicación de la financiación, cobrando progresivamente mayor protagonismo la eficiencia en su uso y su eficacia en términos de crecimiento y competitividad. Este profundo cambio, acaecido en un período temporal relativamente breve, enfrenta a las empresas a un contexto relativamente

hostil, obligando especialmente a la pyme a replantearse su situación y disposición ante un reto del que depende su supervivencia en el mercado.

Asimismo, el sector público afronta la responsabilidad de adaptar sus políticas para responder adecuadamente a las nuevas necesidades de la estructura productiva española, en el marco comunitario. En este contexto, el presente estudio pretende contribuir a la profundización en el análisis de una realidad trascendental para la economía española, abordando para ello los siguientes objetivos fundamentales. En primer lugar, realizar un repaso de los principales condicionantes de acceso a la financiación externa por parte de las empresas desde el comienzo de la crisis, así como de las nuevas perspectivas de crédito. En segundo lugar, analizar la evolución reciente del comportamiento de la pyme española con respecto al acceso, al uso y a los resultados derivados de dicha financiación externa. Y, por último, valorar las expectativas de financiación y los factores determinantes de la misma en un horizonte temporal de corto plazo.

Para el logro de estos objetivos se analiza en el siguiente apartado la participación de la pyme en la economía española y la evolución reciente de la problemática de la financiación, tratando de determinar sus condicionantes fundamentales. Para ello se parte de una revisión de las aportaciones más significativas de la literatura reciente, con particular referencia al contexto español y se finaliza con un análisis de las perspectivas futuras de financiación. Posteriormente, en el apartado 3 se plantean las hipótesis que dan cobertura a los objetivos de este trabajo, desarrollando el método y los resultados del estudio empírico realizado para su contraste. Finalmente se detallan las principales conclusiones e implicaciones derivadas del análisis.

2. LA RELEVANCIA ECONÓMICA DE LA PYME Y SU FINANCIACIÓN: ANTECEDENTES Y ACTUALIDAD

2.1. La pyme en la estructura económica: una visión general

En un contexto caracterizado por el cambio tecnológico y la globalización de los mercados, ser competitivo es un elemento de vital importancia para todas las empresas en general y más concretamente para las pequeñas y medianas empresas (Linares, 2007). En este contexto, la relevancia cuantitativa y cualitativa de la pyme en España y en el entorno europeo es notable. A lo largo de la crisis, las pymes han conservado su posición como la columna vertebral de la economía europea, con 20,7 millones de empresas que representan más del 98% del total de empresas europeas, de las cuales la mayor parte (92,2%) son empresas con menos de diez empleados (Comisión Europea, 2012).

En el caso de España el nivel de participación de la pyme en el conjunto de la economía es aún mayor, representando a 1 de enero de 2012 el 99,88% del tejido

empresarial, con 3.195.210 empresas, de acuerdo con los datos del Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística (INE)¹.

No obstante, los efectos de la actual crisis económica se están dejando notar, puesto que en el año 2011 el número de pymes disminuye en España un 1,6% con respecto a 2010 y un 4,6% respecto al máximo alcanzado en 2008.

Lo más destacado de la pyme española es, sin duda, su contribución al empleo: generó en 2012 el 63% del empleo empresarial (13.503.479 asalariados). No obstante, en los últimos años se ha observado un incremento en la proporción de empleo generado por las grandes empresas.

En cuanto a su productividad, el valor añadido bruto (VAB) por ocupado de la economía española en 2011 (52.593), supera la media de la UE-27 (47.607). No obstante, la evolución creciente de este indicador en los últimos cuatro años vendría explicada no por el aumento del numerador sino por la reducción del denominador (número de ocupados).

La Comisión Europea (2012) analiza también las significativas diferencias existentes entre los Estados miembros en cuanto al rendimiento de la pyme. Así, mientras que Austria y Alemania han superado los niveles de VAB y empleo que presentaban en el año 2008, tomando este año como referencia del inicio de la crisis económica, España no ha podido aún recuperar los niveles alcanzados antes de la crisis.

Esto se explica, entre otros factores, por la representatividad de la industria intensiva en alta tecnología (*high-tech manufacturing –HTM–*) y/o servicios intensivos en conocimiento (*knowledge-intensive services –KIS–*), que supone un 21,1% de la totalidad de las pymes europeas, con una mayor presencia en Alemania, Reino Unido, Francia e Italia. Los datos del período 2008-2011 revelan que los Estados miembros relativamente más intensivos en conocimiento han experimentado un crecimiento mucho más acelerado del VAB en sus pymes.

Ello concuerda con la afirmación de la Comisión Europea sobre la dinámica demográfica de las empresas en la UE, mucho más favorables en el caso de las KIS pyme, con un mayor nivel de crecimiento en el número de empresas y una mayor probabilidad de supervivencia.

2.2. La financiación de la pyme en España: recorrido antes y durante la crisis

La mayor capacidad de adaptación de la pyme a los ciclos económicos y su especial sensibilización a los procesos de reactivación de la inversión las convierten en un objetivo prioritario a la hora de diseñar políticas económicas (Callejón, 2007). En concreto, las empresas españolas todavía deben alcanzar mayor implantación in-

¹ Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2013).

ternacional, y para ello es imprescindible que presenten una oferta intensiva en conocimiento plasmada en productos y servicios diferenciados y sofisticados.

Asimismo, como se ha puesto de relieve, en el contexto de la UE el objetivo de convergencia exige corregir las bajas tasas de productividad de los últimos años, de forma que la productividad por trabajador crezca, al menos, al mismo ritmo que en Europa. En este contexto, las empresas españolas están obligadas a reorientar su estrategia y su modelo de productividad, competitividad y crecimiento.

Para ello, es necesario fortalecer el sistema «ciencia - tecnología - empresa», por lo que la Administración pública debe dar prioridad a la I+D+i en los presupuestos, así como facilitar recursos financieros a las empresas, y de manera prioritaria a las pymes, puesto que la existencia de un sector de pyme con la adecuada solidez financiera es una condición necesaria para el fortalecimiento del sistema económico, capaz de generar riqueza nacional y crear empleo en España (Callejón, 2007).

Esta importancia económica y social de la pyme, así como su significativa dependencia del crédito para acometer proyectos de inversión (Carbó y Rodríguez, 2012), ha determinado que todas las administraciones públicas (tanto en el nivel europeo, como nacional o regional), sin excepción, dispongan de programas específicos de apoyo financiero para el desenvolvimiento de las empresas en sus diferentes fases de vida, con especial atención a las empresas innovadoras, dirigiendo los principales esfuerzos a atender aquellas demandas de recursos financieros formuladas por emprendedores y pymes que, bien por su elevado nivel de riesgo, bien por limitaciones en la aportación de garantías o por los elevados costes de transacción, son de difícil encaje en la operativa habitual del sistema financiero (Callejón, 2007). No en vano, Rojas y López (2013) señalan que las pymes en la Unión Europea generan más del 50% del valor añadido y del 60% de los puestos de trabajo, sin embargo, sólo reciben el 10% de los flujos financieros.

Esta situación de limitación crediticia afecta en mayor medida a las pymes jóvenes e intensivas en conocimiento y tecnología, lo cual es particularmente preocupaante en economías que necesitan modernizar su tejido productivo, como es el caso de la española (Callejón y Segarra, 2012) y como señala Villareal (2012) se agudiza en coyunturas económicas en las que el sistema financiero soporta tensiones de liquidez o aparecen problemas de solvencia.

Estas circunstancias están avocando progresivamente a las empresas a concurrir a novedosas fuentes de financiación externa, cada vez más abundantes y mejor estructuradas (capital semilla, *mentoring*, *business angels*, *crowdfunding*, lanzaderas, aceleradoras, *coworking*, etc.).

Sin embargo, algunas confirmaciones empíricas ponen en cuestión la eficacia de la financiación pública en términos de rendimiento. Así, por ejemplo, Callejón y Segarra (2012) señalan cómo en el período precrisis la abundancia de crédito no pro-

dujo la mejora esperable de la capacidad innovadora y exportadora del tejido empresarial español, por lo que sería necesario revisar el diseño y los canales de la política de innovación española para tratar de identificar dónde se produce el bloqueo en la traslación al mercado de los esfuerzos públicos para fomentar la innovación.

Pese a todo lo anterior, cabe resaltar también que la financiación bancaria en España, de acuerdo con su visión estratégica a medio-largo plazo, necesita cada vez más dirigir sus recursos hacia emprendedores y propuestas innovadoras, en las cuales las pymes asumen un gran protagonismo (Carbó y Rodríguez, 2012). En la medida en que se reduce la financiación al sector de la construcción, como parte del ajuste requerido por el mercado inmobiliario, el crédito a empresas se revela como la principal alternativa de negocio para el entorno bancario en el período posterior a la crisis. No obstante, para ello las entidades se verán obligadas a reformular sus modelos de gestión, evaluación y supervisión del crédito a empresas y sus riesgos.

Esto explica cómo, a pesar del mayor nivel de exposición en el crédito a empresas, las cajas de ahorros y los grandes grupos formados desde 2009, se encuentran entre las entidades que han reducido en menor medida el crédito a empresas en el contexto de la crisis financiera. El carácter relacional del negocio de las cajas, unido a su mayor conocimiento del territorio en el que operan, les confieren una capacidad de estímulo de la inversión a largo plazo mediante el crédito a las pymes mayor que en otras entidades financieras, a la vez que, en términos generales, establecen menores restricciones a la financiación de la pyme (Carbó y Rodríguez, 2012).

La existencia de lo que Callejón y Segarra (2012) denominan «fracasos del mercado» que limitan el acceso de la pyme al crédito financiero privado, justifica y estimula el desarrollo de programas públicos destinados a favorecer la financiación de estas empresas, con especial incidencia en la provisión de recursos para la creación de nuevas empresas innovadoras y empresas de alto crecimiento.

Así, Muñoz y Rivera (2002) observan, para el período precrisis, importantes interrelaciones entre diversas actuaciones comunitarias, nacionales y regionales, destacando que la mayoría de instrumentos financieros específicos para la pyme parten de la iniciativa pública aunque cuenten para su desarrollo y ejecución con entidades privadas (empresas participadas con fondos públicos, entidades financieras o fondos). Una síntesis de las principales líneas e instrumentos de financiación, tanto públicos como privados, disponibles en la actualidad se ofrece en el cuadro nº 1.

Cuadro nº 1. FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA LA PYME²

PÚBLICA			PRIVADA	
ORIGEN	ENTIDAD	APLICACIÓN	ENTIDAD	DENOMINACIÓN DE LA LÍNEA
UNIÓN EUROPEA	BANCO EUROPEO DE INVERSIONES www.eib.org	Emisión de deuda		Anticipos de créditos comerciales
		I+D		Avales de sociedades de garantías recíprocas
		Políticas U.E.		Avales y garantías en comercio exterior
		Tecnología		Avales y preavales
	COMISIÓN EUROPEA www.ec.europa.eu	Apoyo innovación y pyme		Cesión de contratos
		Eficiencia energética y energías renovables		Comercio exterior – <i>forfaiting</i>
		TICs		<i>Confirming</i>
	FONDO EUROPEO DE INVERSIONES www.eif.org	Capital riesgo		Créditos, documentarios de importación
		Desarrollo regional		Descuento comercial
		Garantías		
		Inversión		
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD www.mineco.gob.es	Contratación doctores Contratación técnicos Contratación tecnólogos Equipamiento científico-tecnológico Expansión Experiencias pilotos de implantación de empresas I+D I+D, innovación y empresas de base tecnológica Internacionalización Inversiones productivas Liquidez Participación en capital Tecnología	ENTIDADES FINANCIERAS (Bancos, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito)		Descuento financiero Descuento sin recurso <i>Factoring</i> Financiación al punto de venta Inversión multidivisas Inversión multiempresas <i>Lease Back</i> <i>Leasing Financiero</i> <i>Leasing inmobiliario</i> <i>Leasing operativo</i> Póliza de crédito Préstamo hipotecario Préstamo personal
	MINISTERIO DE EDUCACIÓN, CULTURA Y DEPORTES www.educacion.gob.es	Contenidos digitales culturales		Préstamo promotor

² A 31 de Mayo de 2013. Fuentes consultadas: páginas webs de las entidades relacionadas e Invest in Spain (2009).

PÚBLICA		PRIVADA	
ENTIDAD	APLICACIÓN	ENTIDAD	DENOMINACIÓN DE LA LÍNEA
MINISTERIO DE INDUSTRIA, ENERGÍA Y TURISMO www.mineco.gob.es	Competitividad empresarial		<i>Project Finance</i>
	Competitividad industrial		<i>Renting</i>
	Creación, crecimiento y consolidación	SOCIEDADES O FONDOS DE CAPITAL RIESGO	Capital riesgo
	Investigación, desarrollo e innovación		<i>Business Angels</i> (capital y experiencia empresarial o conocimiento sectorial)
	Inversión en nuevas plantas industriales y tecnología	MERCADO DE VALORES	Emisión de capital Mercado alternativo bursátil
	Inversión en proyectos de energías renovables	FONDOS SOBERANOS	Fondos soberanos
	Modelos de negocio innovadores	PARTICULARES	<i>Crowdfunding</i>
	Proyectos de eficiencia energética	ACELERADORAS O INCUBADORAS DE EMPRESAS	Desarrollo y puesta en marcha de proyectos empresariales y su financiación
	Planes estratégicos y proyectos de cooperación		
	Prevención de riesgos y seguridad		
MINISTERIO DE HACIENDA Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS www.meh.gob.es	Redes <i>Business Angels</i>		
	Reindustrialización		
	Titulización de activos		
	I+D+i		
MINISTERIO DE EMPLEO Y SEGURIDAD SOCIAL www.empleo.gob.es	Inversiones productivas		
	Asistencia técnica		
	Formación		
CESGAR ¹ www.cesgar.es	Inversión		
	Reducción de intereses de préstamos		
CERSA ² www.reafianzamiento.es	Garantizar financiación		
	Avalés o refianzamiento		

2.3. Los condicionantes internos de la pyme para el acceso a la financiación externa

Aunque la literatura es abundante en el análisis de los problemas que afronta la pyme en materia de financiación, los resultados alcanzados no son determinantes, pero sí permiten establecer los principales inconvenientes o dificultades de acceso al crédito bancario, lo que posibilita establecer dos categorías de factores restrictivos y ordenarlos según su vinculación con el entorno o con el ámbito interno de la empresa.

Con relación a los factores del entorno, se destacan tres aspectos que dificultan o han dificultado en el pasado el acceso a la financiación a las empresas. En primer lugar, unos requerimientos normativos muy exigentes, tanto por parte de las entidades oferentes como por los organismos encargados de regular el funcionamiento de los mercados financieros. En segundo lugar, la existencia de «asimetrías» en la información disponible, que no hacen sino incrementar la percepción de riesgo y, por ende, el coste de la financiación. Y, en tercer lugar, una estructura del mercado bancario adversa aunque, cabe señalar, en pleno proceso de reestructuración.

Entre los factores de carácter interno que afectan a la financiación de la pyme, se distinguen un primer grupo de variables que se caracterizan por relacionarse con las cualidades o capacidades específicas del gestor que, en algunos casos, son más difíciles de evaluar por su carácter abstracto. Aspectos relacionados con la actitud o capacidad de gestionar los recursos y generar financiación interna, la subjetividad empleada en la aplicación de la normativa contable o la cultura organizativa, son factores que influyen en la capacidad de la pyme para acceder a la financiación.

Muchos estudios sobre financiación e inversión empresarial miden indirectamente las restricciones financieras de las empresas mediante la relación entre los recursos generados internamente (*cash-flow*) y la inversión. Los resultados alcanzados permiten establecer que, a medida que esa correlación crece, las restricciones a la financiación externa de la empresa aumentan, ya que sólo puede invertir cuando su volumen de *cash-flow* alcanza niveles suficientemente elevados y estables. Además, existe evidencia de que esta medida pueda ser más adecuada en ambientes de incertidumbre en los que el acceso a la financiación externa es más limitado (Carbó y Rodríguez, 2012). Sin embargo, no existen razones teóricas que sustenten dicha afirmación, ya que autores como Almeida *et al.* (2011) señalan que la seguridad o el nivel de riesgo así como la liquidez de la inversión, constituyen aspectos complementarios que influyen en la decisión del gestor, independientemente de su mayor o menor acceso al crédito. En consecuencia, se puede establecer que las empresas muchas veces sólo invierten cuando su *cash-flow* es más estable y menos volátil o, lo que es lo mismo, una actitud más conservadora ante la inversión por parte del gestor hace que sólo invierta cuando tiene abundante *cash-flow*.

Un segundo grupo de variables o características fácilmente observables, como el tamaño, la antigüedad, la fase de desarrollo de la pyme, la calidad de la informa-

ción contable o el sector al que pertenece la pyme, entre otras, constituyen circunstancias específicas que influyen en las restricciones de acceso a la financiación exterior de la misma.

Siguiendo a De la Rocha Vázquez y De la Mata (2011), se constata que existe amplia constancia empírica en el hecho de que la pyme se enfrenta a mayores problemas para acceder a la financiación que las grandes empresas, tanto en los países en vías de desarrollo como en los desarrollados. Así, las características y condicionantes de las microempresas son muy diferentes a las de las empresas de tamaño medio, particularmente en cuanto al grado y calidad de la información con que pueden fundamentar sus demandas de crédito. Es decir, las empresas que se encuentran en las primeras etapas del desarrollo empresarial, no han tenido tiempo de consolidar una reputación y, aún menos, de contar con valores cotizados en mercados abiertos. Desde la perspectiva de las entidades financieras, el coste asociado a la falta de información es lo suficientemente alto como para desincentivar una parte de los préstamos a empresas pequeñas por considerar que la opacidad informativa aumenta el riesgo de quiebra en dichas empresas. En consecuencia, las empresas se ven afectadas por asimetrías informativas relacionadas con la «falta de pasado» y que, como efecto adicional, les lleva a soportar un mayor coste de la financiación. Circunstancias que, a su vez, limitan su capacidad para alcanzar una ratio de apalancamiento financiero positivo. Soportar los elevados costes de una estructura de capital menos óptima que la de la competencia, producirá problemas de selección adversa y riesgo moral por parte de los intermediarios financieros que, para salvaguardar sus intereses, endurecerán el acceso al crédito e incrementarán la prima de riesgo (Callejón y Segarra, 2012).

Asimismo, en un contexto como el español, caracterizado por una modesta capacidad innovadora en emprendedores y empresas, las necesidades de capital en proyectos empresariales nuevos, independientes, innovadores o intensivos en conocimiento, hacen que el cálculo del riesgo y la restricción a la financiación externa adquieran mayor dimensión. Según los datos de la encuesta sobre el acceso a la financiación realizada por la Comisión Europea, en el año 2011, España figuraba en el penúltimo de los cuatro grupos de países innovadores de la UE. Además, en 2012 los tipos de interés exigidos a las empresas de los países del sur –Grecia, Irlanda, Portugal, Italia, España y Eslovenia– para créditos inferiores al millón de euros, casi duplicaban a los del resto: 5,9% frente a 3,2%; y también eran más costosos en los de cuantía superior al millón: 4,5%, contra 2,4% (Maudos, 2013). En España, el coste de los préstamos a empresas es hasta un 62% superior que en los países normalizados y un 87% más en el caso de la pyme.

2.4. Las nuevas perspectivas para la financiación

Antes de la crisis financiera y económica, la escasez de fuentes alternativas de financiación distinta a la bancaria ya constituía un problema patente (FUNCAS,

2007). En general, como respuesta a la crisis, la mayoría de los Estados miembros han mejorado el acceso a la financiación de la pyme, especialmente los préstamos bancarios, a través de préstamos participativos, garantías o programas de microcréditos (Comisión Europea, 2011). En España, según *European Microfinance Network* (2010), la microfinanciación ha sido impulsada en gran medida por las Cajas de Ahorros a través de sus Obras Sociales y a través de ciertos programas específicos del sector público a través del Instituto de Crédito Oficial³ (ICO) o por la Comisión Europea y el Fondo Europeo de Inversiones a través de la iniciativa *Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*⁴ (JEREMIE), con el propósito de financiar las operaciones que contribuyan a facilitar la creación de instrumentos de ingeniería financiera para empresas, como fondos de capital riesgo, de garantía o de crédito.

El futuro *Programa para la Competitividad de las empresas y las pymes*⁵ (COSME) para el horizonte 2014-2020, impulsado por la Comisión Europea, pretende facilitar el acceso a la financiación a la pyme, crear un entorno favorable para la creación de empresas y su crecimiento, fomentar la cultura emprendedora en Europa, aumentar la competitividad sostenible de las empresas de la Unión Europea y favorecer la internacionalización de las empresas. COSME cuenta con un presupuesto previsto de 2.500 millones de euros y entre otras actividades, destaca, el pretender mejorar el acceso a la financiación para la pyme a través de instrumentos financieros específicos como las garantías y los fondos de capital riesgo para la puesta en marcha y fase de crecimiento de las empresas.

El ICO ha simplificado y flexibilizado en los últimos años sus líneas de financiación permitiendo, por ejemplo, la adquisición de activos fijos usados y adquisición de vehículos (línea ICO-PYME e ICO-Inversión, 2012 y línea ICO Empresas y Emprendedores, 2013), en lugar de activos únicamente nuevos. Por otro lado y de forma inicial en 2009, también se contempla la posibilidad de emplear la financiación para cubrir necesidades de circulante.

En la actualidad y teniendo en cuenta el ecosistema emprendedor⁶, que se está impulsando desde las instituciones públicas⁷, la ayuda a la pyme también pasa por el asesoramiento específico, el apoyo en el diseño de proyectos empresariales, la formación en gestión empresarial, las infraestructuras para el inicio de actividad (espacios *coworking* o viveros empresariales), etc. Es en ese entorno donde han surgido otras formas

³ <http://www.ico.es>

⁴ http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_es.cfm

⁵ <http://www.ec.europa.eu/enterprise/cosme>

⁶ Un ecosistema emprendedor se define como la interacción de los actores públicos y privados, sus papeles y el entorno cultural, que determinan el crecimiento y los resultados empresariales de una región (Spilling, 1996).

⁷ En el caso de España, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio ha puesto en marcha la propuesta Ecosistema Emprendedor M607 (ESE607), <http://www.ecosistemaemprendedor.org>

de impulsar y financiar proyectos empresariales como las «incubadoras», «aceleradoras» o «lanzaderas» de empresas. Se trata de programas que mayoritariamente cuentan con financiación privada y ofrecen no sólo capital para la constitución de la empresa o financiación de un proyecto específico, proporcionan también: formación, asesoramiento y *mentoring*, gestión de apoyo, participación en reuniones con inversores (*capital semilla*), infraestructuras e instalaciones para desarrollar el proyecto empresarial, entre otros. Por otro lado, encontramos los *Business Angels*, inversores individuales que invierten su propio dinero en forma de capital semilla o directamente en empresas en fase de lanzamiento, sin relación familiar alguna que, además, transfieren los conocimientos de un modelo empresarial contrastado. Por lo tanto, además de su inversión inicial, ofrecen apoyo estratégico a los nuevos empresarios⁸. En España se han identificado 40 redes de *Business Angels* (ESBAN, 2008) y en el *Anteproyecto de Ley de apoyo a los emprendedores y su internacionalización* de fecha 24 de mayo de 2013⁹, se planea el fomento de esta figura de inversión por medio incentivos fiscales.

El impulso del capital riesgo y los programas de apoyo al emprendimiento y la creación de empresas, así como algunos instrumentos financieros como el *leasing* o el *factoring*, servirán para reducir la tradicional dependencia de la pyme de la financiación bancaria. No obstante, se necesita una mayor diversificación de las tradicionales fuentes de financiación y en el caso de España, impulsar los microcréditos, los fondos de capital semilla, los préstamos participativos o el papel de las Sociedades de Garantía Recíproca (Consejo Económico y Social de España, 2013), así como el desarrollo normativo de nuevos sistemas individuales (*Business Angels*) y colectivos de financiación, como el *crowdfunding*¹⁰. Aunque resulta difícil disponer de datos de mercado para este tipo de financiación debido a su carácter informal y privado, las plataformas *crowdfunding* en Alemania recaudaron casi 2 millones de euros en 2012, un 320% más que en 2011 (Deustche Bank, 2013).

En el futuro, los instrumentos públicos de acceso de pyme a la financiación deberán ser más ágiles, selectivos y capaces de dar prioridad a las actividades que posibiliten un aumento de la competitividad y del empleo de las economías.

3. EL ACCESO DE LA PYME A LA FINANCIACIÓN: EL ANÁLISIS DE RESULTADOS

Las pymes no son versiones en escala de las grandes empresas sino que requieren mecanismos de transmisión de las políticas monetarias diferentes a las grandes empresas dada su mayor dependencia de la financiación bancaria (Banco Central

⁸ <http://www.eban.org/glossary-page/#b>

⁹ http://www.lamoncloa.gob.es/ConsejodeMinistros/Referencias/_2013/refc20130524#Emprendedor

¹⁰ En la UE se ha puesto en marcha la Red Crowdfunding Europea: <http://www.europecrowdfunding.org>

Europeo, 2009). Debido a la importancia de la pyme para la economía de la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea, deciden en 2008 elaborar una encuesta sobre el acceso a la financiación de este tipo de empresas en la Unión Europea, que se inició en el año 2009 y que se ha ido elaborando semestralmente hasta la fecha¹¹. La última disponible corresponde al periodo octubre 2012 a marzo 2013 y cubre un total de 7.510 empresas clasificadas por tamaño y sector de actividad principal. Se dispone, además, de información acerca de su antigüedad, autonomía en las decisiones financieras, tipo de propiedad o volumen de negocio.

Para elaborar el análisis nos hemos centrado en tres variables que caracterizan la empresa y que según estudios anteriores influyen en la financiación que obtiene: (1) el sector en el que realizan su actividad principal: industria, comercio, servicios o construcción; (2) el tamaño de la empresa (medido por el número de empleados): microempresas (de 1 a 9 empleados), pequeñas empresas (de 10 a 49 empleados) y medianas empresas (de 50 a 250 empleados) y (3) la edad de la empresa, considerando tres niveles: empresas menores de 5 años, empresas de 5 o más años pero menos de 10 y empresas de 10 o más años¹².

Para cada una de estas variables categóricas se segmenta la muestra y se plantea el estudio de las hipótesis que pretenden contrastarse para el año 2009 (primer semestre) y el año 2011 (de abril a septiembre). El objetivo del análisis es doble, por un lado comprobar si las características de la empresa (sector, tamaño o edad) influyen en la respuesta de las pymes españolas encuestadas a determinadas preguntas y por otro, analizar si ha habido cambios en la situación reciente de la financiación y sus perspectivas futuras de financiación para las pymes españolas entre 2009 y 2011. En este último caso, no se segmenta la muestra sino que se realiza el análisis de manera global.

De este modo, se plantean 5 preguntas, cada una de las cuales se refleja en tres subhipótesis, una por cada variable de segmentación realizada (véase cuadro nº 1). Además, para cada pregunta se analiza si hay diferencias entre las respuestas registradas en 2009 y las registradas en 2011, salvo para la última pregunta de la que solo se disponen datos para la encuesta del año 2011.

En todos los casos, la hipótesis nula plantea que no existen diferencias en las respuestas ofrecidas por las pymes españolas encuestadas cuando se segmentan en función de la variable categórica que define cada subhipótesis (sector, tamaño y edad),

¹¹ Semestralmente se realiza una versión reducida de la encuesta, y cada dos años se realiza otra más exhaustiva que es la que utilizamos en este trabajo. En concreto, se han empleado las encuestas correspondientes al primer semestre del año 2009 y la correspondiente al periodo abril - septiembre de 2011.

¹² La encuesta del BCE contiene cuatro niveles, al considerar de forma separada las empresas menores de dos años, sin embargo, para realizar el análisis hemos agrupado esta categoría a la de empresas entre 2 y 5 años, por existir menos de 5 empresas que contesten a las preguntas analizadas.

es decir, dichas características no influyen en la respuesta ofrecida por la empresa. Con la hipótesis alternativa se establece que sí existen diferencias en las respuestas en función del grupo de segmentación al que pertenece la empresa, por lo tanto, esas características influyen en el acceso, uso y eficacia del empleo de la financiación conseguida (hipótesis 1, 2 y 3, respectivamente), así como en las expectativas (hipótesis 4 y 5).

Cuadro nº 1. SUBHIPÓTESIS A CONTRASTAR

Pregunta	Sector	Tamaño	Edad
¿Influyen las características de la empresa en el acceso a la financiación externa?	Subhip. 1.1	Subhip. 1.2	Subhip. 1.3
¿Influyen las características de la empresa en el uso de la financiación externa conseguida?	Subhip. 2.1	Subhip. 2.2	Subhip. 2.3
¿Influyen las características de la empresa en la eficacia del uso de la financiación externa conseguida?	Subhip. 3.1	Subhip. 3.2	Subhip. 3.3
¿Influyen las características de la empresa en las expectativas de acceso a la financiación en el futuro cercano?	Subhip. 4.1	Subhip. 4.2	Subhip. 4.3
¿Influyen las características de la empresa en los factores que se consideran determinantes para acceder a la financiación externa en el futuro cercano?	Subhip. 5.1	Subhip. 5.2	Subhip. 5.3

Fuente: Elaboración propia.

Para llevar a cabo el análisis, y dado que las submuestras empleadas para el mismo no siguen una distribución normal, según se desprende de los resultados del *test* de normalidad propuesto por Jarque y Bera (1980) que se basa en los valores muestrales de asimetría y curtosis de la distribución, se procede a realizar, para las cuatro primeras hipótesis, en las que todas las variables son categóricas, el *test* exacto de Fisher (1922). El estadístico resultante, similar al más tradicional contraste chi-cuadrado de Pearson, resulta más preciso cuando el número de observaciones es pequeño. El *test* exacto de Fisher no realiza una aproximación para tratar las frecuencias de la tabla de contingencia analizada, sino que considera todas las posibles combinaciones de celdas que pudieran resultar destacadas en las frecuencias marginales. Además el *test* se denomina exacto porque usa la distribución hipergeométrica exacta en vez de la distribución aproximada chi-cuadrado para calcular el p-value (Bower, 2003). La hipótesis nula es la independencia de las proporciones relativas de

220 las respuestas registradas respecto a la característica de segmentación utilizada (tamaño, sector o edad).

Para la quinta hipótesis, en que la variable dependiente es una variable continua, se emplea el *test* de Kruskal-Wallis¹³, cuyo objetivo es contrastar la hipótesis de que no existen diferencias estadísticamente significativas entre más de dos grupos de observaciones respecto a la variable considerada. Los resultados de esta prueba indican si existen o no diferencias entre alguna categoría de la variable de segmentación y cualquier otra categoría de la misma, pero no entre qué par o pares de categorías se manifiesta esta diferencia, siendo necesario realizar posteriormente una comparación por pares para detectar donde se encuentran las diferencias.

3.1. Las características de la pyme y el acceso a la financiación externa

Para el contraste de la hipótesis 1 se toma como referencia la respuesta ofrecida por las empresas a la pregunta Q7b de la encuesta que indica si la empresa en los últimos 6 meses, para el tipo de financiación que ha solicitado: (1) ha logrado recibir todo lo que ha pedido, (2) la mayoría de lo que ha pedido (entre el 75% y el 99%), (3) una parte de lo que ha pedido (entre el 1% y el 74%), (4) rechazó la financiación por tener un coste muy alto o (5) se denegó su solicitud¹⁴. Esta pregunta plantea todas esas posibles respuestas para las siguientes fuentes de financiación: (a) préstamos bancarios (nuevos o renovación de uno existente); (b) crédito comercial de proveedores; (c) descubiertos bancarios (incluidos los de tarjetas de crédito) o líneas de créditos¹⁵ y (d) cualquier otra financiación externa (otros préstamos no bancarios, emisión de deuda, *leasing*, *factoring*, etc.).

Para el año 2009 se observan diferencias estadísticamente significativas cuando la fuente de financiación externa considerada es el crédito comercial y se segmenta por sector o edad (cuadro nº2). En el año 2011, también para el crédito comercial, se observan diferencias entre empresas de diferentes sectores y empresas de diferente tamaño, por lo tanto, se rechazan las hipótesis nulas de las subhipótesis 1.1 y 1.2, pero no existe evidencia suficiente para rechazarla en la subhipótesis 1.3.

¹³ El contraste o prueba de Kruskall-Wallis (1952) es la alternativa no paramétrica al método ANOVA, es decir, sirve para contrastar la hipótesis de que k muestras han sido obtenidas de la misma población; es una extensión para 3 o más grupos de la prueba U de Mann-Whitney. Por ser no paramétrico el test de Kruskall – Wallis se apoya en el uso de rangos asignados a las observaciones y su contraste se lleva a cabo a través del estadístico H.

¹⁴ Para el año 2009 existe una categoría menos al unificarse la segunda y tercera opción, quedando como categoría cualquier valor entre 1% y 99%.

¹⁵ Para el año 2009 los descubiertos bancarios y las líneas de crédito no se incluían en la encuesta de forma separada sino que formaban parte del apartado de cualquier otra financiación externa.

Cuadro nº 2. RESULTADOS DEL CONTRASTE DE LAS SUBHIPÓTESIS 1.1, 1.2 Y 1.3 PARA LOS AÑOS 2009 Y 2011 (en %)

Año	2009			2011		
	Subhipótesis 1.1 (sector)	1.2 (tamaño)	1.3 (edad)	1.1 (sector)	1.2 (tamaño)	1.3 (edad)
Préstamo bancario						
Crédito comercial	**		**	**	**	
Descubiertos						
Otra financiación						

Fuente: Elaboración propia.

**: 95% de confianza.

Cuadro nº 3. FRECUENCIAS RELATIVAS DE LA OBTENCIÓN DE CRÉDITO COMERCIAL (en %)

2009					
		Total	Parcial	Denegado	Coste elevado
Sector	Industria	55,3	15,8	23,7	5,3
	Construcción	30,8	36,5	30,8	1,9
	Comercio	55,3	34,0	10,6	0,0
	Servicios	47,6	32,1	17,9	2,4
Edad	> 10	51,4	30,4	16,9	1,4
	5-10	48,7	25,6	20,5	5,1
	< 5	23,5	38,2	35,3	2,9
2011					
Sector	Industria	71,6	23,0	5,4	0,0
	Construcción	52,6	34,2	10,5	2,6
	Comercio	68,3	21,6	6,7	3,3
	Servicios	52,5	32,6	11,3	3,8
Tamaño	Microempresa	56,4	29,1	14,5	0,0
	Pequeña	62,5	21,6	11,4	4,5
	Mediana	64,2	31,2	2,8	1,8

Fuente: Elaboración propia.

Al analizar los datos de la encuesta se puede determinar en qué sentido actúan esas diferencias detectadas en los contrastes realizados (cuadro nº 3). Así, para el año 2009, las empresas del sector de la construcción son las que registran un mayor porcentaje de solicitudes denegadas (31% de las empresas de ese sector) y obtenciones parciales (37%), y un menor porcentaje de obtención total de lo solicitado

(31%). En la situación contraria se encuentran las empresas de los sectores industria y comercio, que presentan más del 55% de solicitudes aceptadas en su totalidad. Cuando tomamos como referencia la edad de la empresa, se observa una clara relación: a mayor antigüedad de la empresa, mayor es la proporción de empresas que consiguen total o parcialmente la financiación solicitada a proveedores y menor el porcentaje de empresas a las que se les ha rechazado esa petición.

Para el año 2011 (cuadro nº 3), se observa un incremento significativo en todos los sectores del porcentaje de empresas que informan sobre la obtención total del crédito comercial solicitado, las denegaciones también disminuyen significativamente. En cualquier caso, las empresas del sector construcción y servicios son las que presentan peores resultados.

En lo que respecta al tamaño, se observa claramente que cuanto mayor es la empresa, mayor es el porcentaje de obtención total de crédito comercial y menor el de las denegaciones. Para finalizar con el estudio de la hipótesis 1 analizamos, para cada una de las fuentes externas consideradas, si existen diferencias significativas entre las respuestas aportadas por las empresas en el año 2009 respecto a las del año 2011, con la finalidad de detectar si ha habido cambios positivos o negativos en el acceso a la financiación (cuadro nº 4).

Además, el *test* exacto de Fisher revela, con un nivel de confianza del 99%, que existen diferencias entre la proporción relativa de las respuestas registradas en el año 2009 y en el 2011. En el cuadro nº 4 se observa que en el 2011 aumenta el porcentaje de solicitudes aceptadas y disminuye el de las rechazadas por la entidad para las tres fuentes de financiación: préstamos bancarios, crédito comercial y otra financiación externa (*leasing, factoring, descubiertos, etc.*). Sin embargo, el porcentaje de empresas que finalmente no ha accedido a la financiación por considerar su coste demasiado elevado ha aumentado considerablemente en el caso de préstamos bancarios y otra financiación, manteniéndose casi igual en el caso de crédito comercial.

Cuadro nº 4. FRECUENCIAS RELATIVAS DE ACCESO A FINANCIACIÓN (en %)

		Aceptado	Rechazado	Coste elevado
Préstamo bancario	2009	77,8	18,6	3,6
	2011	84,4	9,7	5,8
Crédito comercial	2009	77,4	20,4	2,3
	2011	89,3	8,3	2,4
Otra financiación	2009	73,1	23,1	3,7
	2011	83,4	9,8	6,8

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Las características de la pyme y el uso de la financiación externa

Para el contraste de la hipótesis 2 se toma como referencia la respuesta ofrecida por las empresas a la pregunta Q14 de la encuesta, que indica el uso dado al último préstamo recibido por la empresa. Las respuestas posibles distinguen entre: (1) fondo de maniobra, (2) inmovilizado material, (3) I+D e inmovilizado intangible, (4) promoción, (5) formación del personal, (6) adquisición de otros negocios u (7) otros usos.

Para el año 2009, el test exacto de Fisher aplicado a cada uno de estos ítems y considerando los tres niveles de segmentación analizados (sector, tamaño y edad) no detecta diferencias estadísticamente significativas. El mismo análisis realizado con los datos del año 2011 revela diferencias significativas para «*I+D e inmovilizado intangible*» y para «*promoción*» en el caso de segmentar la muestra por sectores de actividad (cuadro nº 5).

Cuadro nº 5. RESULTADOS DEL CONTRASTE DE LAS SUBHIPÓTESIS 2.1, 2.2 Y 2.3 PARA LOS AÑOS 2009 Y 2011

Año	2009			2011			
	Subhipótesis	2.1 (sector)	2.2 (tamaño)	2.3 (edad)	2.1 (sector)	2.2 (tamaño)	2.3 (edad)
Fondo maniobra							
Inmovilizado material							
I+D e Inm. intangible					**		
Promoción					***		
Formación personal							
Adq. otros negocios							
Otros usos							

: 95% de confianza, *: 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

Analizando las respuestas ofrecidas por las empresas (cuadro nº 6) se puede establecer dónde se encuentran las diferencias detectadas por el *test* exacto de Fisher y en qué sentido se manifiestan. Así, podemos destacar, que de forma generalizada el último préstamo al que ha accedido la empresa no se ha utilizado ni para financiar inmovilizado intangible (incluido I+D) ni para promoción de sus productos o servicios, aunque el comportamiento por sectores es diferente, es mayor el uso del préstamo para invertir en inmovilizado intangible en el sector industrial, respecto al resto de sectores y mayor el uso del préstamo para invertir en promoción en el sector de la construcción respecto a los otros sectores.

Cuadro nº 6. FRECUENCIAS RELATIVAS DE USO DEL ÚLTIMO PRÉSTAMO CONCEDIDO SEGÚN SECTORES AÑO 2011 (%)

Fin del préstamo: I+D e Inmov. intangible	Sí	No
Industria	6,8	93,2
	1,3	98,7
	2,8	97,2
	1,7	98,3
Fin del préstamo: promoción	Sí	No
Industria	0,7	99,3
	6,7	93,3
	1,4	98,6
	0,0	100,0

Fuente: Elaboración propia.

El análisis del cuadro nº 7 recoge de forma generalizada el uso del último préstamo concedido a las pymes españolas encuestadas, revela que en su mayor parte, la financiación se ha utilizado para financiar el fondo de maniobra y la adquisición de inmovilizado material, aunque en este último caso, se detecta una fuerte reducción en el año 2011 con respecto al porcentaje correspondiente a 2009. Para analizar estas posibles diferencias entre años, se procede a realizar el *test* exacto de Fisher para cada uso posible. Los resultados revelan que no existen diferencias significativas en las respuestas de las empresas en el año 2009 respecto del 2011 para los casos en que el préstamo se ha dedicado a financiar: fondo de maniobra, I+D e inmovilizado intangible, formación del personal, adquisición de otros negocios u otros usos. Sin embargo, sí que detecta diferencias entre el porcentaje de respuestas positivas y negativas entre ambos años en el caso de que el préstamo se haya utilizado para la financiación de inmovilizado material y para la promoción de los productos o servicios de la empresa, observándose una disminución importante en el porcentaje aplicado en 2011.

3.3. Las características de la pyme y la eficacia del uso de la financiación externa

Para el contraste de la hipótesis 3 se toma como referencia la respuesta ofrecida por las empresas a la pregunta Q16 de la encuesta que indica el crecimiento medio anual en términos de empleados y de facturación en los últimos tres años. Las respuestas posibles distinguen entre: (1) crecimiento superior al 20% anual, (2) crecimiento inferior al 20% anual, (3) no ha habido crecimiento o (4) la empresa ha decrecido.

Cuadro nº 7. FRECUENCIAS RELATIVAS DE USO DEL ÚLTIMO PRÉSTAMO CONCEDIDO PARA LOS AÑOS 2009 Y 2011 (%)

		Sí	No
Fondo de maniobra	2009	46,0	54,0
	2011	48,7	51,3
Inmovilizado material	2009	41,4	58,6
	2011	29,4	70,6
I+D e lnm. intangible	2009	3,4	96,6
	2011	3,2	96,8
Promoción	2009	4,6	95,4
	2011	1,3	98,7
Formación personal	2009	1,7	98,3
	2011	1,2	98,8
Adq. otros negocios	2009	1,7	98,3
	2011	3,0	97,0
Otros usos	2009	14,4	85,6
	2011	19,1	80,9

Fuente: Elaboración propia.

Para el año 2009, el *test* exacto de Fisher aplicado a cada uno de estos ítems y considerando los tres niveles de segmentación analizados (sector, tamaño y edad) rechaza siempre la hipótesis nula de que no existen diferencias en la respuestas para el año 2009, tal y como se recoge en el cuadro nº 8. En 2011, para las dos variables de crecimiento consideradas (empleados y facturación) y los tres niveles de segmentación utilizados (sector, tamaño y edad), siempre se rechaza la hipótesis nula.

Cuadro nº 8. RESULTADOS DEL CONTRASTE DE LAS SUBHIPÓTESIS 3.1, 3.2 Y 3.3 PARA LOS AÑOS 2009 Y 2011

Año	2009			2011		
	Subhipótesis	3.1 (sector)	3.2 (tamaño)	3.3 (edad)	3.1 (sector)	3.2 (tamaño)
Empleados	**	***	***	***	***	***
Facturación	**	**	**	***	***	***

: 95% de confianza, *: 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

Basándonos en la frecuencia relativa de respuestas a la pregunta Q16 de la encuesta (cuadro nº 9) podremos comprender el sentido de las diferencias detectadas por el *test* exacto de Fisher. En lo que respecta al crecimiento en términos de empleados y para el año 2009, se destaca que el porcentaje de empresas que crecen es inferior al porcentaje de empresas que no lo hacen o incluso reducen el número de empleados, independientemente del sector analizado.

Cuando la segmentación se hace por tamaño, las empresas medianas, en su mayoría, tienen tasas de crecimiento positivo, mientras que en el resto predomina la estabilidad. Por último, atendiendo a la edad predomina la estabilidad en las empresas más antiguas.

Para el año 2011, se observa que en términos generales, la situación empeora, ya que independientemente de las características de la empresa predomina el decrecimiento o, en el mejor de los casos, la estabilidad de los empleados. Destaca, la elevada tasa de decrecimiento del número de empleados del sector construcción.

Con respecto a la evolución de la facturación de la empresa, en el año 2009 predomina el crecimiento, aunque podemos destacar que el mayor porcentaje de decrecimiento lo presenta el sector de la construcción. En el año 2011, igual que para el caso del número de empleados, se produce un cambio de comportamiento en el que predomina el decrecimiento de la facturación, destacando el 72,3% que supone la construcción o el 56,7% por las microempresas. Tan sólo las empresas de reciente creación (menos de 5 años) presentan un mayor porcentaje de crecimiento que de estabilidad o decrecimiento.

Cuadro nº 9. FRECUENCIAS RELATIVAS DEL CRECIMIENTO (%)

		2009			
		>20	<20	0	<0
Empleados	Sector	Industria	15,4	17,9	30,8
		Construcción	24,0	18,0	24,0
		Comercio	7,7	16,9	52,3
		Servicios	18,0	25,4	40,2
	Tamaño	Microempresa	12,6	11,9	44,8
		Pequeña	17,0	32,0	34,0
		Mediana	30,3	27,3	15,2
	Edad	> 10	12,2	21,1	43,2
		5-10	26,1	30,4	17,4
		< 5	32,5	15,0	22,5
					30,0

		Industria	33,3	25,6	7,7	33,3
	Sector	Construcción	24,0	24,0	16,0	36,0
		Comercio	12,5	37,5	26,6	23,4
		Servicios	20,8	36,7	21,7	20,8
Facturación	Tamaño	Microempresa	14,9	29,8	22,0	33,3
		Pequeña	27,6	36,7	18,4	17,3
		Mediana	29,4	35,3	14,7	20,6
	Edad	> 10	17,1	34,8	20,0	28,1
		5-10	26,1	39,1	21,7	13,0
		< 5	40,0	20,0	17,5	22,5
2011						
Empleados	Sector	Industria	6,4	16,2	30,9	46,6
		Construcción	5,9	10,9	20,2	63,0
		Comercio	5,9	22,8	34,7	36,5
		Servicios	8,3	19,7	33,1	38,9
	Tamaño	Microempresa	5,7	8,1	38,7	47,5
		Pequeña	5,9	23,4	28,3	42,4
		Mediana	9,3	24,1	26,8	39,9
	Edad	> 10	5,2	17,7	32,6	44,5
		5-10	11,5	18,6	23,9	46,0
		< 5	19,6	25,0	33,9	21,4
Facturación	Sector	Industria	8,3	25,5	14,2	52,0
		Construcción	6,7	12,6	8,4	72,3
		Comercio	7,2	29,9	14,9	48,0
		Servicios	8,7	28,1	18,8	44,4
	Tamaño	Microempresa	6,7	20,7	16,0	56,7
		Pequeña	6,2	25,9	14,8	53,1
		Mediana	11,2	31,2	15,6	42,0
	Edad	> 10	5,6	27,4	15,6	51,4
		5-10	13,2	19,3	16,7	50,9
		< 5	25,0	26,8	12,5	35,7

Fuente: Elaboración propia.

Por tanto, se observa claramente un cambio en la situación de las empresas respecto al ítem analizado entre el año 2009 y el año 2011, que se confirma estadísticamente al realizar el *test* exacto de Fisher, que encuentra para ambas variables: empleo y facturación, unas diferencias estadísticamente significativas al 99% de confianza entre las respuestas recogidas en 2009 y las de 2011. En el cuadro nº 10 podemos observar que para valores en la tasa de crecimiento superiores al 20% se aprecia una notable disminución en el 2011 con respecto al 2009, tanto en número de empleados como de facturación media. La variación es más acusada en el caso de decrecimiento, se observa un porcentaje de casi el doble para los dos indicadores de eficiencia del uso de la financiación externa en 2011.

Cuadro nº 10. FRECUENCIAS RELATIVAS DEL CRECIMIENTO SEGÚN NÚMERO DE EMPLEADOS Y FACTURACIÓN (%)

		>20	<20	0	<0
Empleados	2009	16,3	21,0	38,8	23,9
	2011	7,0	18,5	31,3	43,3
Facturación	2009	21,2	33,0	19,8	26,0
	2011	8,0	25,9	15,4	50,7

Fuente: Elaboración propia.

3.4. Las características de la pyme y sus expectativas de acceso a la financiación externa

Para el contraste de la hipótesis 4 se toma como referencia la respuesta a la pregunta Q23 de la encuesta donde las empresas dan su opinión acerca de la facilidad de acceder a determinadas fuentes de financiación en los próximos 6 meses. Las fuentes de financiación consideradas son: fondos internos (comprende beneficios no distribuidos o venta de activos), préstamos bancarios, *equity* (incluye capital riesgo o *business angels*), crédito comercial, emisión de deuda y otras fuentes de financiación (incluye préstamos de familiares o amigos, subvenciones, *leasing*, *factoring*, descubiertos bancarios, etc.). Las posibles respuestas para cada una de las fuentes anteriores son: (1) mejorará el acceso a la misma, (2) permanecerá igual o (3) empeorará el acceso a dicha fuente.

Para el año 2009, el *test* exacto de Fisher aplicado a cada uno de estos ítems y considerando los tres niveles de segmentación analizados (sector, tamaño y edad) se rechaza la hipótesis nula para el caso de los fondos internos segmentando por tamaño, así como los préstamos bancarios cuando se segmenta por edad. Para el resto de fuentes de financiación estudiadas no se puede afirmar que las expectativas de la

empresa respecto a ellas dependan de las características de la pyme (cuadro nº 11). Para el año 2011, no se encuentran diferencias significativas para ningún tipo de financiación ni segmentación analizadas.

Cuadro nº 11. RESULTADOS DEL CONTRASTE DE LAS SUBHIPÓTESIS 4.1, 4.2 Y 4.3 PARA LOS AÑOS 2009 Y 2011

Subhipótesis	2009			2011		
	4.1 (sector)	4.2 (tamaño)	4.3 (edad)	4.1 (sector)	4.2 (tamaño)	4.3 (edad)
Fondos internos		***				
Préstamos bancarios			***			
<i>Equity</i>						
Crédito comercial						
Emisión de deuda						
Otra financiación						

Fuente: Elaboración propia.

***: 99% de confianza.

A partir de la frecuencia relativa de respuestas recogida en el cuadro nº 12, se observa que la mayoría de las empresas consideran que la facilidad de acceso a fondos internos en los próximos 6 meses permanecerá igual. Las diferencias detectadas por el *test* exacto de Fisher se deben a que un porcentaje elevado de empresas medianas, respecto al resto de empresas, considera que esa fuente de financiación mejorará. En cuanto al préstamo bancario también la mayoría de empresas considera que el acceso a esta fuente permanecerá igual, siendo ligeramente superior en las empresas de mediana edad (entre 5 y 10 años) que esperan un empeoramiento respecto a las empresas de otra antigüedad.

Por último, el *test* exacto de Fisher para detectar diferencias entre las respuestas del año 2009 y del año 2011, refleja diferencias estadísticamente significativas al 95 % de confianza para los fondos internos y del 99% para el crédito comercial y otras fuentes de financiación. Según el cuadro nº 13, en lo que respecta a los fondos internos, se observa un incremento en el porcentaje de empresas que considera que se mantendrá igual en detrimento de las que piensan que empeorará el acceso a esta financiación. Respecto al crédito comercial, hay una reducción importante de empresas que considera que mejorará a favor del porcentaje de empresas que opina que permanecerá igual, y en relación a otras fuentes de financiación, se produce un incremento en el 2011 con respecto a 2009 de empresas que consideran que mejorará, pero también de empresas que consideran que empeorará. En definitiva, en general se observa una actitud neutral con respecto a las expectativas de mejora de la situación.

Cuadro nº 12. FRECUENCIAS RELATIVAS DEL CRECIMIENTO INFORMADO (%)

		2009		
		Mejorará	Permanecerá igual	Empeorará
Fondos internos	Microempresa	14,5	55,2	30,3
	Pequeña	11,0	58,7	30,4
	Mediana	23,4	44,1	32,4
Préstamo bancario	> 10	11,5	64,9	23,6
	5-10	13,9	46,7	39,4
	< 5	11,6	59,8	28,6

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro nº 13. FRECUENCIAS RELATIVAS DE LAS EXPECTATIVAS DE ACCESO A FINANCIACIÓN (%)

		Mejorará	Permanecerá igual	Empeorará
Fondos internos	2009	15,7	53,4	30,9
	2011	15,2	60,3	24,4
Préstamo bancario	2009	11,9	61,0	27,1
	2011	15,2	60,6	24,2
Crédito comercial	2009	10,7	68,4	20,9
	2011	3,0	78,0	18,9
Equity	2009	10,4	65,7	23,8
	2011	11,8	68,0	20,2
Emisión de deuda	2009	4,4	77,1	18,5
	2011	3,9	82,4	13,7
Otras	2009	6,4	82,5	11,1
	2011	13,7	66,5	19,8

Fuente: Elaboración propia.

3.5. Las características de la pyme y los factores determinantes del acceso a la financiación externa en el futuro

Para el contraste de la hipótesis 5 nos centramos en la pregunta Q24 de la encuesta, que no se encuentra disponible para el año 2009. La respuesta en este caso es numérica, las empresas puntúan de 1 (nada importante) a 10 (extremadamente importante) a cada uno de los siguientes factores: (1) garantías para préstamos, (2) medidas para facilitar la inversión en *equity*, (3) créditos a la exportación, (4)

incentivos fiscales, (5) servicios de ayuda (asesoramiento, intermediación, redes, etc.) y (6) facilitar el acceso a las medidas públicas existentes (reducción de trámites, etc.).

Para contrastar esta hipótesis se emplea la prueba no paramétrica de Kruskal-Wallis con el fin de valorar si la puntuación media ofrecida por las empresas según su segmentación difiere entre ellas. Las puntuaciones medias globales y por grupos (cuadro nº 14) revelan que de forma generalizada el factor que consideran las pymes españolas más importante para la obtención de financiación son los incentivos fiscales junto con la reducción de trámites para la obtención de ayudas públicas. El factor menos importante es los créditos a la exportación.

Cuadro nº 14. PUNTUACIONES MEDIAS DE LOS FACTORES RELEVANTES EN LA OBTENCIÓN FUTURA DE FINANCIACIÓN

2011

	Garantías para préstamos	Facilitar equity	Créditos a la exportación	Incentivos fiscales	Servicios de ayuda	Reducción de trámites
Industria	6.704	5.613	5.342	6.842	6.246	6.866
Construcción	7.427	5.536	4.214	7.209	6.581	7.353
Comercio	7.165	5.310	4.558	7.694	6.556	7.383
Servicios	6.918	5.693	3.485	7.218	6.410	7.301
Microempresa	7.184	5.924	4.211	7.513	6.947	7.699
Pequeña	6.980	5.411	4.209	7.271	6.518	7.312
Mediana	6.820	5.336	4.444	6.948	5.814	6.669
> 10	6.954	5.503	4.279	7.195	6.304	7.220
5 - 10	7.078	5.842	4.318	7.217	6.687	7.386
2 - 5	7.286	5.455	4.370	7.828	7.105	7.281
<2	8.600	8.200	2.667	8.200	8.600	8.400
Global	6.997	5.559	4.288	7.248	6.431	7.230
Kruskal-Wallis	Sector **	Tamaño **	Sector ***	Sector *** Tamaño ***	Tamaño *** Edad ***	Tamaño ***

: 95% de confianza, *: 99% de confianza.

Fuente: Elaboración propia.

Del análisis efectuado, se concluye que existen diferencias significativas cuando se segmenta por sector en el primer factor: garantías para préstamos. La comparación por pares revela que las diferencias se manifiestan entre las empresas del sector industrial y las empresas constructoras. Con respecto al factor: facilitar la inversión tipo *equity*, se aprecian diferencias significativas cuando se segmenta por tamaño. Detectándose estas diferencias entre las microempresas y el resto de empresas (pequeñas y medianas). El estudio de las puntuaciones medias (cuadro nº 14) indica que este factor es más importante en las microempresas, quizás porque sea una vía de financiación alternativa a la que se ven abocadas al no poder acceder a otro tipo de financiación más tradicional.

En cuanto a los créditos a la exportación, la prueba de Kruskal-Wallis revela la existencia de diferencias para un nivel de confianza del 99% según el sector. La comparación por pares pone de manifiesto que las diferencias suceden entre las empresas industriales y las de construcción y servicios, así como entre estas últimas y las del sector comercio. En general, se observa que este factor es relativamente más importante para la industria y casi irrelevante para las empresas del sector servicios, resultado que coincide con lo esperado.

Los incentivos fiscales son, en general, primordiales y se constatan diferencias significativas tanto cuando se segmenta por sectores como cuando se segmenta por tamaño. En el primer caso, las diferencias se generan entre las puntuaciones dadas por las empresas industriales y las dadas por las empresas comerciales. En el segundo caso, las puntuaciones difieren significativamente entre microempresas y medianas empresas.

La importancia de los servicios de ayuda está relacionada tanto con el tamaño de la empresa como con su edad (ambas para un nivel de confianza del 99%), así a menor tamaño o edad se observa una mayor puntuación para este factor. Por último, la reducción de trámites, presenta diferencias con respecto al tamaño, observándose que cuanto menor es el tamaño más importante es para las empresas este factor. La comparación por pares revela diferencias de todas contra todas.

4. CONCLUSIONES

En un entorno macroeconómico complejo como el vivido en los últimos años, caracterizado por el decrecimiento del PIB, cabe esperar que las necesidades de financiación de la pyme se reduzcan dada la dificultad de encontrar proyectos de inversión rentables. Por el lado de la oferta, a pesar del proceso de reestructuración del sector bancario español iniciado en 2009, el creciente aumento de las tasas de morosidad ha reducido los niveles de riesgo asumidos por la banca y aumentado el coste de la deuda, con el consiguiente deterioro de las condiciones de acceso a la financiación.

En este artículo, se lleva a cabo un estudio empírico sobre los determinantes del acceso a la financiación externa para diagnosticar la evolución en el período 2009-2011 del comportamiento de la pyme española en aspectos tales como la facilidad o dificultad de acceso, el uso dado a los recursos obtenidos, los resultados derivados o las expectativas de financiación a corto plazo.

De los resultados alcanzados se desprende que en mayor o menor medida el sector en el que se ubica la actividad principal de la empresa, su tamaño y su edad, influyen en la obtención, uso y eficacia de la financiación, así como en las expectativas que tienen de conseguirla. Además, algunos cambios significativos y de sentido positivo que se observan entre los dos años analizados, permiten aventurar unas condiciones de acceso en el futuro menos restrictivas y más favorables para la pyme.

Cabe destacar que sólo en el caso del crédito comercial parecen existir diferencias en cuanto al éxito de su obtención según las características elegidas en el trabajo para definir las pymes (sector, tamaño y edad). En general, se observa que encuentran más dificultad en obtener este tipo de financiación las empresas constructoras, las microempresas o las empresas muy jóvenes. También se detecta una mejora en los ratios de obtención en el año 2011 con respecto al 2009 en las diferentes fuentes de financiación analizadas, aunque la nota negativa vendría dada por un mayor número de rechazo de la financiación por parte de la propia empresa debido al coste elevado de la financiación.

Por otro lado, en lo que respecta al uso dado a la financiación externa, no se puede establecer ninguna pauta generalizada relacionada con las características de las pymes. Pero sí se destaca que la mayor parte se destina a financiar el fondo de maniobra y la adquisición de inmovilizado material, aunque este último, junto con la promoción de productos y servicios, sufre una disminución importante en 2011. Este resultado puede ser preocupante y sería necesario analizar si la financiación del fondo de maniobra se realiza con recursos a largo plazo, porque podría generar problemas si los plazos y cuantías de ambos conceptos no están bien gestionados. También sería de interés analizar si la disminución del uso de la financiación para activos no corrientes es transitoria o no, ya que la renovación de equipos, instalaciones, etc. puede ser determinante a la hora de mantener la productividad y la competitividad de la pyme.

En cuanto al crecimiento de la pyme, tanto en términos de empleados como de facturación media, los resultados muestran porcentajes mucho menores en 2011 como consecuencia de la crisis. Este aspecto, además, está claramente influenciado de manera significativa y generalizada por las características de la empresa.

En lo que respecta a las expectativas, cabe señalar que las empresas no se muestran optimistas en cuanto a la facilidad de acceso a la financiación, opinando la mayoría que la situación permanecerá igual o que empeorará. No obstante, es reseñable el cambio de tendencia positivo en el 2011 en el que, en todos los casos

salvo en otras fuentes de financiación (préstamos familiares o amigos, subvenciones, *leasing*, *factoring*, etc.) las expectativas del empeoramiento de la situación son inferiores que en 2009.

Por último, los factores determinantes para obtener financiación en el futuro que mayor peso tienen son los incentivos fiscales, la reducción de trámites administrativos y las garantías para préstamos. En general, se observa una relación inversa entre el tamaño de la empresa y la valoración de los factores analizados, es decir, la importancia relativa de los factores es mayor en las microempresas que en las empresas medianas, y mayor en las empresas jóvenes que en las consolidadas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, H., CAMPOLLO, M., y WEISBACH, M. S. (2011): «Corporate financial and investment policies when future financing is not frictionless». *Journal of Corporate Finance*, 17(3): 675-693.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2009): «Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)». Disponible en: http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme_html/index.en.html. Consultado el 22 de abril de 2013.
- BOWER, K. M. (2003): «When to use Fisher's exact test». *Six Sigma Forum Magazine*, 2 (4): 35-37.
- CALLEJÓN, M. (2007): «Las políticas públicas de apoyo a las pyme: instrumentos financieros». *Perspectivas del Sistema Financiero*, 90: 1-9.
- CALLEJÓN, M. y SEGARRA, A. (2012): «Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la pyme: hechos, críticas y propuestas», en: Crespo Espert, J. L.; García Tabuenca, A. (coord.): *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Ed. Fundación de Estudios Financieros: 259-280.
- CARBÓ VALVERDE, S. Y RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, F. (2012): «Nuevas perspectivas para el crédito relacional a las pyme en España», en: Crespo Espert, J. L.; García Tabuenca, A. (coord.): *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Ed.
- Fundación de Estudios Financieros, España: 163-178.
- COMISIÓN EUROPEA (2011): «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, Economic and Social Committee and the Committee of the Regions». Disponible en: http://www.european-microfinance.org/data/file/section_microfinance_europe/sba-review_en.pdf
- (2012): «Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/12». Disponible en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2012/annual-report_en.pdf
- CONSEJO ECONÓMICO Y SOCIAL DE ESPAÑA (2013): «Sobre el Anteproyecto de la Ley de Apoyo a los emprendedores y su internacionalización». Disponible en: <http://www.ces.es/documents/10180/631510/Dic062013.pdf>
- DE LA ROCHA VÁZQUEZ, M. y DE LA MATA, G. (2011): «El papel de las instituciones financieras de desarrollo en los flujos financieros de países emergentes: Implicaciones para el FONPRODE en España». *Las economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España*: 249-262.
- DEUTSCHE BANK (2013): «Crowdfunding. An alternative source of funding with potential».

- Disponible en: http://www.dbresearch.de/MAIL/DBR_INTERNET_DE-PROD /PROD0000000000303056.pdf
- DIRECCIÓN GENERAL DE INDUSTRIA Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (2013): «Retrato de las pyme 2013». Ministerio de Industria, Energía y Turismo del Gobierno de España. Disponible en: http://www.ipyme.org/Publicaciones/_Retrato_PYME_2013.pdf
- ESBAN (2008): «Naturaleza de las redes de *Business Angels* existentes en España y principales características de los agentes del mercado». Disponible en: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/AgentesDelMercado.pdf>
- EUROPEAN MICROFINANCE NETWORK (2010): http://www.european-microfinance.org/pays_es.php?piId=20
- FISHER, R. A. (1922): «On the interpretation of χ^2 from contingency tables, and the calculation of P ». *Journal of the Royal Statistical Society*, 85 (1): 87-94.
- FUNCAS (2007): «PYME y financiación: un marco conceptual». *Perspectivas del Sistema Financiero*, 90: 11-20.
- INVEST IN SPAIN (2009): *Atlas de fuentes de financiación para proyectos de inversión*. Disponible en: http://www.investinspain.org/icex/cma/contentTypes/_common/records/mostrarDocumento/?doc=4232135
- JARQUE, C.M y BERA, A. K. (1980): «Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals». *Economics Letters*, 6 (3): 255-259.
- KRUSKAL, W.H. y WALLIS, W.A. (1952): «Use of ranks in one-criterion variance analysis». *Journal of the American Statistical Association*, 47 (260): 583-621.
- LIÑARES, J.M. (2007): «Ratios básicas de las pymes españolas». *Perspectivas del Sistema Financiero*, 90: 69-79.
- MAUDOS, J. (2013): «Fragmentation of the european financial market and the cost of bank financing». *SEFO - Spanish Economic and Financial Outlook*, 2 (3): 5-15.
- MUÑOZ TORRES, M. J. y RIVERA LIRIO, J. (2002): «Instituciones e instrumentos públicos de financiación para la pyme». *R.V.E.H.*, 6 (III): 269-285.
- ROJAS, A. y LÓPEZ SOMOZA, J. (2013): «Financing alternatives for SMEs». *Spanish Economic and Financial Outlook*, 2 (1): 40-47.
- SPILLING, O. R. (1996): «The Entrepreneurial System: On Entrepreneurship in the Context of a Mega-event». *Journal of Business Research*, 36: 91-103.
- VILLAREAL RODRÍGUEZ, E. (2012): «El ICO y la financiación de las pymes: respuestas ante la crisis económica», *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*: 197-212.

El sistema bancario y la financiación del crecimiento de la economía vasca

«El talento en la vida económica cabalga hacia el éxito sobre el corcel de sus deudas».

J. A. Schumpeter

El artículo analiza el papel del sistema bancario en la financiación del impresionante proceso de crecimiento registrado por la economía vasca desde 1980 y en particular durante el último ciclo que desembocó en la Gran Recesión. El análisis muestra cómo a pesar de la relativa solvencia de su posición exterior, la economía vasca también ha participado activamente de la ola de *financiarización* que condujo a la crisis con un desmedido crecimiento del crédito, especialmente debido al boom hipotecario, y también a las inversiones financieras dirigidas a la conformación de grupos empresariales. Tras la crisis y el desplome del crédito se aprecian también signos de restricción crediticia (*credit crunch*) y escasez de capital (*capital crunch*) que ante las nuevas exigencias regulatorias puede añadir nuevas dificultades a la recuperación económica.

Euskadiko ekonomiak 1980az geroztik, eta, bereziki, Atzeraldi Handian amaitu zen azken zikloan, izandako hazkunde-prozesu ikaragarriaren finantzaketan banku-sistemak izandako eginkizuna aztertzen du artikuluak. Azterketak erakusten duenez, bere kanpoko posizioaren kaudimen handi samarra gorabehera, kredituen neurritz kanpoko hazkundearekin krisialdira era-man zuen finantziarizazioaren olatuan euskal ekonomiak ere izan zuen parte-hartze aktibo bat, bereziki hipoteken boomagatik, bai eta enpresa-taldeak eratzeko finantza-inbertsioengatik ere. Kreditu-murriketen (credit crunch) eta kapital-eskasiaren (capital crunch) zantzuak ere badaude krisiaren eta kreditua hondoratzearen ondoren, eta, horiek, erregulazio-eskaera berrien aurrean, zailtasun berriak ekar diezazkiokete susperraldi ekonomikoari.

This article analyses the role of the banking system in financing the impressive process of growth undergone by the Basque economy since 1980, with particular emphasis on the latest cycle that ended with the great recession. The analysis shows that in spite of the relative solvency of its external position the Basque economy has also taken an active part in the wave of «financialisation» that led to the crisis, with its disproportionate growth in lending, especially in regard to the mortgage boom, and financial investments for the formation of corporate groups. In the wake of the crisis and the sharp fall in lending there are also signs of credit crunch and capital crunch which may constitute additional obstacles in the way of economic recovery with the introduction of new regulations.

Índice

1. Introducción
2. Cinco proposiciones sobre financiación y crecimiento regional
3. El crecimiento de la economía vasca: la evolución del ahorro y la inversión
4. Los créditos y los depósitos del sistema bancario.
5. La financiación de las empresas no financieras
6. La financiación del sector público
7. El crédito y la recuperación económica
8. Conclusiones

Referencias bibliográficas

Palabras clave: economía vasca, crecimiento económico, financiación, sistema financiero, economía regional.

Keywords: Basque economy, economic growth, regional economy, finance, financial system.

Nº de clasificación JEL: O16, E44, G21.

1. INTRODUCCIÓN

La Gran Recesión con sus diferentes crisis (financiera, bancaria, de la deuda soberana y en definitiva del euro) ha puesto de relieve a escala europea las diferentes condiciones de los mercados estatales para la financiación de sus economías y cómo la fragmentación de una unión monetaria puede ser una realidad que promueve un crecimiento económico desigual y por tanto asignaciones no eficientes de recursos. Este tipo de problemas había sido objeto de estudio en el plano regional, de forma que con algunas salvedades derivadas del peculiar marco institucional europeo, muchas de sus conclusiones resultan relevantes para la comprensión de lo que ocurre hoy en Europa y también para proponer medidas eficaces de política económica. Por ejemplo, ante los tradicionales problemas regionales de la cuenta de capital y la existencia de mercados regionales de crédito, la literatura regional resaltaba la importancia de la

¹ El autor agradece a José Ignacio Jaca su colaboración en la recopilación de parte de la información estadística utilizada y a él y a Iñaki Beristáin la lectura y comentarios realizados a un primer borrador.

existencia de una banca «a lo largo del país» (léase aquí transeuropea) y la necesidad de títulos de deuda pública comunes y de general aceptación para facilitar los flujos de financiación y la transmisión de la política monetaria, por no hablar de mecanismos de estabilización fiscal. En este tiempo de prolongada recesión que vive Europa con grandes desequilibrios por cuenta corriente, cierre del mercado interbancario y riesgo de *default* de la deuda soberana, aquellas constataciones son tan iluminadoras como resulta claro el hecho de que no fueron tenidas en cuenta.

En este contexto, en el que el análisis regional se vuelve especialmente relevante y se entremezcla con la tradicional cuestión del papel del sistema financiero en el crecimiento económico, este artículo plantea un estudio del papel de la financiación y en particular del sistema bancario en el crecimiento económico de la economía vasca. Para ello se adopta una visión de largo plazo que arranca en 1980 si bien se brinda especial atención a distintos sub-períodos en función de los aspectos a tratar y de la disponibilidad de información estadística.

El trabajo se articula como sigue: primero se realiza una breve exposición de un marco teórico útil para abordar la financiación del crecimiento regional, luego se da cuenta del proceso de capitalización, crecimiento y de los desequilibrios entre ahorro e inversión; en un tercer apartado se pasa revista al funcionamiento del sistema bancario a través del crédito y en especial de la financiación hipotecaria, para después revisar sucesivamente la financiación de las empresas y del sector público. El artículo se cierra con una reflexión sobre el crédito como impulsor de la recuperación y con el obligado apartado de resumen y conclusiones.

2. CINCO PROPOSICIONES SOBRE FINANCIACIÓN Y CRECIMIENTO REGIONAL

El comportamiento de la economía capitalista o empresarial está determinado por la interacción de tres vectores fundamentales: la empresa, los mercados y el capital. Aunque la teoría económica ortodoxa pone siempre el énfasis en los mercados, lo cierto es que cuando de crecimiento y financiación se trata conviene centrarse en la empresa y en el capital siguiendo el tradicional enfoque del desenvolvimiento económico debido a Schumpeter (1967, 1912). Aunque en su concepción original empresario es sólo aquél que realiza «nuevas combinaciones», o lo que es igual, actividad innovadora, podemos considerar también lo que para el autor austriaco no era más que el flujo circular de la renta y su expansión natural y concluir que la empresa está en el origen del proceso económico. Las decisiones de producción del empresario que ponen en marcha dicho proceso precisan sin embargo de financiación que, o bien surge de la movilización de recursos originados en el desenvolvimiento anterior a través de los mercados de capitales o del crédito, que es poder de compra creado de la nada con el propósito de transferirlo al empresario. De ahí que Schumpeter (1967, p.133) decía que «El mercado de dinero es siempre el estado mayor del

sistema capitalista, del cual parten las órdenes para las divisiones independientes, y lo que se debate y decide allí son siempre en esencia los planes de desarrollo futuro».

Es la misma idea que Keynes (1973, p.222) sostuvo después de publicada la *Teoría General*, cuando alumbró el nuevo motivo financiación de la demanda de dinero para convertirlo en la piedra angular de su teoría y concluir que los bancos son la clave en la transición hacia un nivel más alto de actividad porque son los únicos que pueden satisfacer el incremento de la demanda de recursos (Alberdi, 1995a, p.66).

La literatura posterior ha reconocido ese papel de la banca como directora última del proceso económico mediante su función de evaluación y selección de los proyectos y también que un sistema financiero desarrollado promueve el crecimiento y la productividad del capital.² Ahora bien, esa misma literatura reciente de inspiración neoclásica incorpora una y otra vez rupturas evidentes con este enfoque que acabamos de describir volviendo a ideas prekeynesianas acerca del proceso ahorro-inversión y manteniendo una equivocada concepción del propio papel de la banca que erróneamente se describe como el de canalización del ahorro hacia la inversión. Por ello, estimamos necesario plantear cinco proposiciones teóricas que actúen como marco general para el análisis aplicado del papel de la financiación en el crecimiento con especial atención al desarrollo regional. Son las siguientes:

Capital y crédito

Ambos forman parte de lo que se conoce como mercado de dinero y representan en esencia poder de compra transferible, pero el primero supone la movilización de recursos procedentes de una producción y acumulación anteriores y por lo tanto puede ser fuente de reasignación de recursos pero no de nuevo crecimiento. De acuerdo con el motivo financiación keynesiano el privilegio de ser motor del crecimiento corresponde en exclusiva al crédito del sistema bancario que entraña la creación de *nuevo* poder de compra que se transfiere al empresario.

Ahorro e inversión

Como con gran sencillez mostró Keynes (1936, p.81), ahorrar supone adquirir un activo previamente existente y por lo tanto si ese nuevo activo corresponde a alguien que se desprende de él no es nuevo. Para que el ahorro sea superior al existente debe contar con un aumento previo de los activos: el ahorro en una fecha previa no puede ser superior a la inversión en esa misma fecha; por eso el incremento de la inversión irá siempre acompañado por el incremento del ahorro pero nunca precedido por él. (Keynes 1973, p.281). Esta argumentación es la que llevó a James Meade a resumir la revolución keynesiana diciendo que supuso pasar de pensar en térmi-

² Véase un comentario resumen de la literatura en Carbó (2004b).

nos de un modelo en el que un perro llamado ahorro movía su cola llamada inversión a otro en el que un perro llamado inversión movía su cola llamada ahorro, es decir con una causación justamente de signo opuesto al propuesto por la economía clásica (Alberdi, 1995b).

Crédito y depósitos

240

La idea de que la banca «canaliza el ahorro a la inversión» es una reminiscencia del tiempo del dinero mercancía en el que para prestar hay que tener previamente los depósitos. El actual estadio del desarrollo bancario es el de la existencia de dinero crédito (Chick, 1986) que se caracteriza porque la banca no presta el dinero de otros, sino que presta su propio dinero, el dinero que ella misma crea *ex nihilo* a través del otorgamiento del crédito. De la misma manera la banca tampoco presta el dinero del Banco Central como tantas veces se afirma, sino que recurre a este lo mismo que a los otros bancos porque los depósitos previamente creados con el otorgamiento del crédito han salido de su balance. Por lo tanto, de la misma manera que la inversión crea el ahorro son los créditos los que crean los depósitos. De ahí se sigue que la banca en su conjunto no está constreñida por la liquidez para la creación de crédito y dinero, aunque sí lo está sin embargo por los requerimientos de capital que le imponen un límite a la expansión de su balance. Pero ello no significa que exista una cantidad fija de crédito que debe ser objeto de distribución porque el propio capital es creciente siempre bajo la condición de que su expansión sea rentable y genere más recursos propios. Además, en lo que se refiere a la participación del sector público y el sector privado en el crédito, hay que tener en cuenta que la ponderación de los fondos públicos en el coeficiente de solvencia es cero por lo que en modo alguno se produce un desplazamiento del sector privado, el tantas veces comentado efecto expulsión o *crowding out*.

Cuenta de capital

Cuando los agentes de una economía realizan su gasto de inversión lo hacen porque tienen previamente la financiación y no están condicionados por su ahorro, lo que en una economía abierta puede suponer un desequilibrio: es lo que se conoce como capacidad o necesidad de financiación o también ahorro financiero neto. El enfoque tradicional llevado al ámbito regional sugería que las regiones no experimentan problemas de balanza de pagos porque no existiendo problemas de cambios la cuenta de capital es el reflejo en un espejo de la cuenta corriente. Sin embargo, no sólo la posición exterior de la economía regional es importante sino que las transacciones de capital pueden condicionar las reales obstaculizando el crecimiento (Dow, 1986). El efecto último de los problemas de capital se manifiesta en la pérdida de depósitos (reservas de la región), por eso el desequilibrio entre créditos y depósitos es un primer indicador, aunque hay que tomarlo con cautela porque con los procesos de innovación financiera estos desequilibrios pueden responder a movimientos de

dinero desde las regiones periféricas al centro en busca de colocaciones más ventajosas. El problema es que el déficit exterior persistente y/o los flujos de capitales pueden influir en los mercados de crédito regionales empeorando las condiciones de acceso a la financiación y afectando al desarrollo regional.

Mercados de crédito

El enfoque del crédito de raíz keynesiana pone el énfasis en que la preferencia por la liquidez hacia el centro del estado o de la zona monetaria y el estado de confianza en las regiones concretas pueden determinar un mercado regional de crédito diferenciado, de modo que no se puede hablar en ningún caso de que los agentes de la región se enfrentan a una oferta horizontal para tipos de interés determinados a escala estatal o de la zona monetaria (Dow, 1987). Antes bien, este tipo de divergencias son posibles y reales, algo que se había documentado en el análisis regional (para el caso de la economía vasca puede verse Alberdi 1995) y que la reciente crisis de la eurozona está demostrando de manera fehaciente porque se están produciendo diferencias regionales muy acentuadas.

En estas condiciones, el funcionamiento de los mercados de crédito depende también de aspectos institucionales, como el *mix* de presencia de banca regional y de una banca «a lo largo del país» (léase en su caso zona monetaria) dentro de la estructura bancaria. Repárese en que la segunda es capaz de transferir los flujos desde el interior de la empresa bancaria sin depender de los mercados. Otro aspecto extraordinariamente importante para ese funcionamiento de los mercados de crédito es la existencia de títulos líquidos de general aceptación, una característica que como la banca a lo largo del país se echa en falta en la euro zona y que ayuda a explicar las disparidades observadas a consecuencia de la Gran Recesión.

3. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA VASCA: LA EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN

Antes de comenzar el análisis de la financiación vamos a describir los grandes rasgos del crecimiento de la economía vasca durante el amplio periodo que transcurre entre 1980 y 2012. Se trata de dos grandes ciclos económicos de diferentes características y duración: uno primero que supone la salida de la Gran Crisis de finales de los años setenta hasta la Recesión de principios de los noventa, y el segundo algo más largo, que coincide con lo que en la escena internacional se ha llamado la Gran Moderación, va desde entonces hasta la Gran Recesión de 2008, de la que todavía estamos intentando salir.

**Gráfico nº 1. EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA VASCA 1980 -2012
(Tasas anuales de variación)**



Fuente: Eustat y elaboración propia.

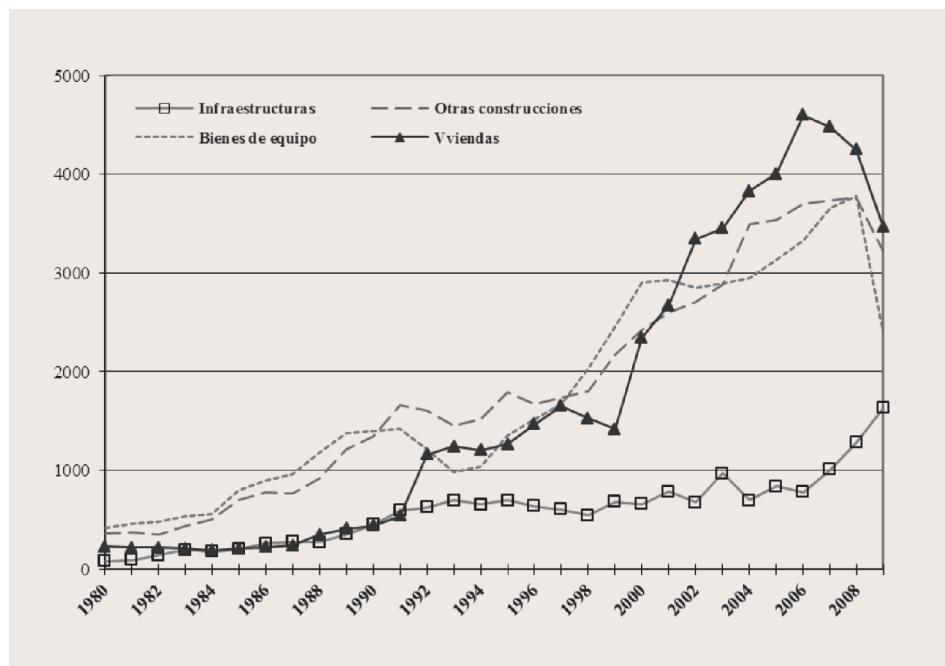
De entre esas características diferenciadas vamos a retener tres fundamentales para el análisis posterior: una nominal y dos de carácter real. De acuerdo con la primera, entre el primero y el segundo ciclo tiene lugar un importante proceso de desinflación que rompe con toda una trayectoria histórica y que queda bien reflejado en el gráfico nº 1 por la brecha entre crecimiento nominal y real, algo que siempre es importante tener en cuenta porque luego manearemos variables financieras en términos corrientes. De hecho esa desinflación se aproxima durante la reciente fase de la Gran Recesión a una situación no lejana de la deflación de la que se aparta gracias a los precios de la energía y a las fuertes subidas de impuestos indirectos dirigidas a corregir los altos niveles de déficit público.³ Desde el punto de vista real, hay que destacar en primer lugar el alto crecimiento del segundo ciclo 1995-2008, que alcanzó un 3,9% en tasa anual frente a un 2,3% del ciclo anterior que arrancaba en 1980, y dentro del mismo el gran protagonismo del auge enorme de la ocupación considerada en personas.

Aunque la contribución del trabajo al crecimiento, medido en horas fue algo menor de la mitad (1,7 puntos de los 3,9, según Alberdi (2013, p.33), se produjo una

³ Con la recaída en la recesión de 2012 la inflación subyacente a impuestos constantes se ha movido entre el 1% y el 0% en las observaciones más recientes.

auténtica revolución en el mercado de trabajo en términos de participación con la incorporación de más de 300.000 personas que supuso un crecimiento del empleo del 42%. No cabe duda de que este fenómeno es extraordinariamente importante para el comportamiento de la financiación y en particular por el impacto potencial en la demanda de crédito, como más adelante se verá.

Gráfico nº 2. INVERSIÓN BRUTA NOMINAL 1980-2009
(Millones de euros corrientes)



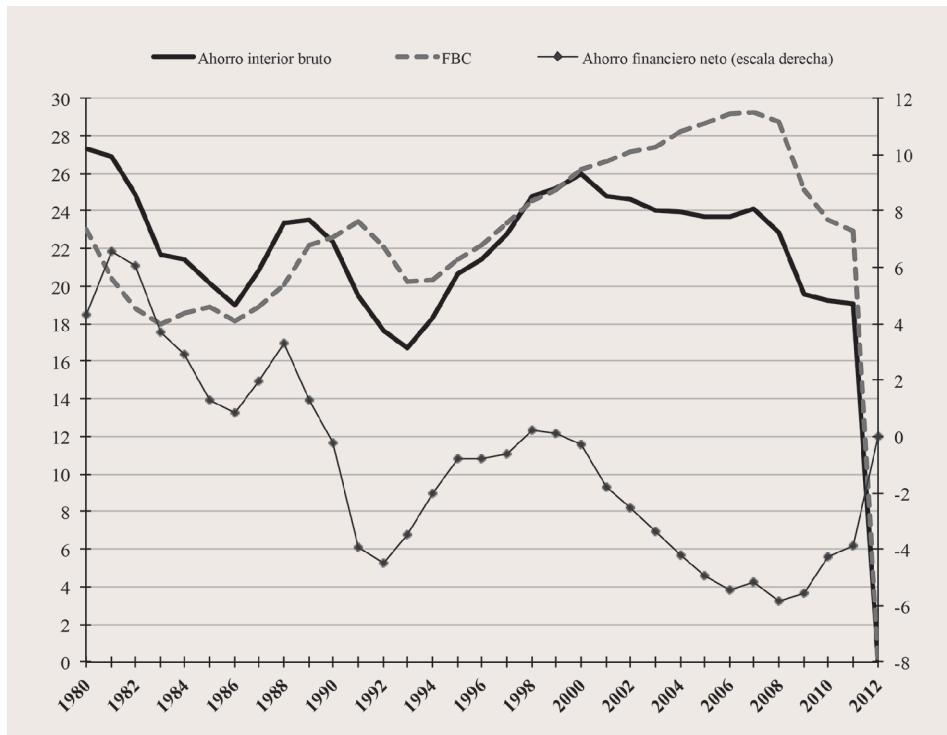
Fuente: IVIE y elaboración propia.

Una segunda característica real que se viene a unir al crecimiento impulsado por la ocupación es la de la acumulación de capital (gráfico nº2), que llegó a alcanzar un volumen record cercano al 30% del PIB corriente en el momento más álgido del ciclo anterior a la Gran Recesión, lo que suponía en torno a seis puntos del PIB más que la alcanzada en toda la trayectoria anterior. Esa alta acumulación de capital tuvo que ver con el capital productivo tanto en bienes de equipo como en otras construcciones; y también por el *boom* inmobiliario que se refleja en que los volúmenes de inversión en vivienda pasaron de un nivel de 1.500 millones de euros en los años noventa a alrededor de los 3.500 millones anuales. Este panorama contrasta fuertemente con el de la década de los ochenta, que sobre todo en sus comienzos vio cómo esos niveles de inversión que refleja el gráfico nº 2 eran insuficientes para cu-

brir las amortizaciones tanto en bienes de equipo como en vivienda con el resultado de descensos en el *stock* de capital neto.

**Gráfico nº 3. EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN 1980 -2012
(% del PIB)**

244



Fuente: Eustat. Alberdi et al 1994 y elaboración propia.

La creciente intensificación de los ritmos de capitalización tuvo como consecuencia una tendencia a la superación de los niveles de ahorro macroeconómico que tendió a descender durante el primero de los ciclos y cuya recuperación inicial en el segundo se quebró ya para el nuevo siglo y luego se desplomó con la recesión. La economía vasca que tradicionalmente había mantenido un saldo positivo de cierta enjundia del ahorro financiero neto (representado en la escala derecha del gráfico nº 3) vio cómo éste se transformaba en negativo con la recesión de principios de los años noventa y cómo a pesar de la recuperación del equilibrio a finales de esa década se volvería a generar una situación claramente deficitaria con el nuevo ciclo a partir de 1998 y que ya no se abandonaría hasta hoy en día. El ahorro financiero neto, es equivalente al concepto de capacidad o necesidad de financiación y también al desequilibrio exterior, sin olvidar nunca que en nuestro esquema contable no considera

ramos los flujos de rentas ni de capital. Pues bien, como podemos ver, de acuerdo con las series de Eustat ese desequilibrio tiene en parte su origen en la pujanza de la inversión, pero en realidad ésta apenas explica la mitad de la brecha entre ahorro e inversión por lo que la otra mitad tiene que ver necesariamente con los nuevos rasgos estructurales de la economía y su balance en materia de competitividad, cuya discusión a fondo nos alejaría de nuestro objetivo principal. No se puede dejar de mencionar, sin embargo, que desde el primer momento en que la estadística apuntó a ese giro desde una posición excedentaria a una deficitaria el mismo fue objeto de comentario no sólo porque rompía con una tendencia histórica sino porque otras aproximaciones como las de las Cuentas Financieras y los flujos de comercio con el resto del Estado del proyecto Interreg seguían alimentando la idea de la existencia de un excedente en el ahorro financiero neto.⁴

**Cuadro nº 1. CUENTAS FINANCIERAS. DETALLE POR AGENTES
(Flujos en % del PIB)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Ahorro financiero neto	7,50	7,38	11,2	8,11	-1,21	9,39	3,90
A/B. Instituciones financieras	1,35	0,20	1,26	0,77	0,54	1,94	0,52
C. Administraciones publicas	-0,39	-1,16	0,78	1,72	0,63	0,42	-0,79
D. Empresas no financieras y familias	6,55	8,35	9,14	5,62	-2,39	7,04	4,16
Pro memoria: empresas no financieras	-1,1	-9,1	-5,1	-3,3	-7,6	-1,2	-6,8

Fuente: Alberdi *et al.*, 1994 y Alberdi, 1995.

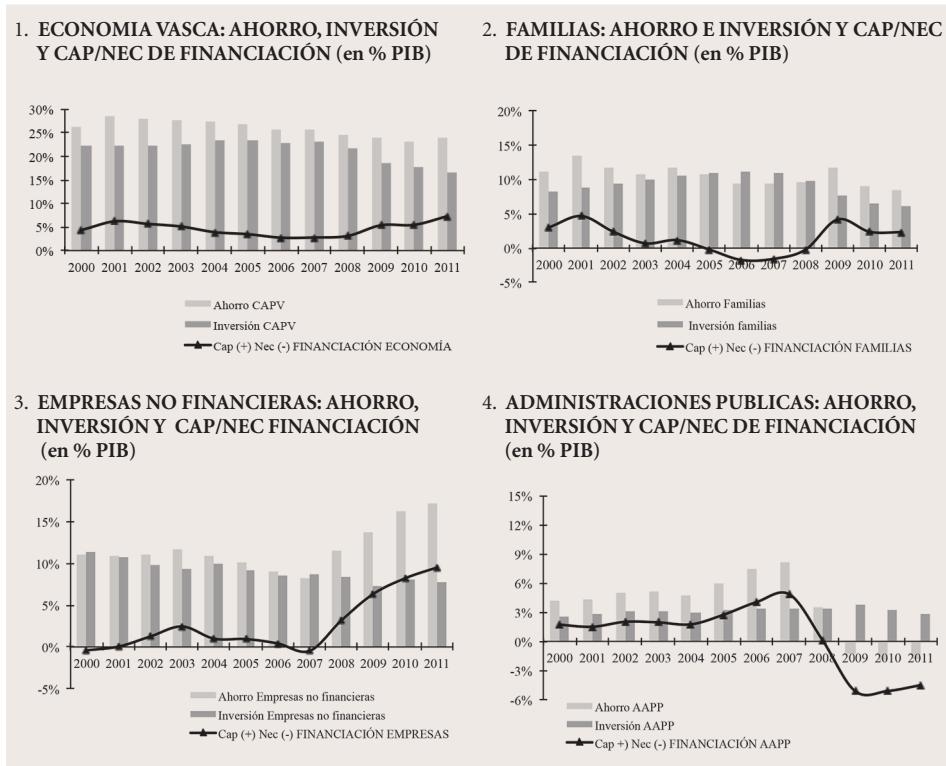
Como podemos comprobar en el cuadro nº1, las cuentas financieras el periodo 1985-1991 arrojaban un excedente significativo que sólo tenía una excepción en el año 1989, y que estaba basado prácticamente en un signo excedentario de casi todos sus agentes, incluido el efecto conjunto de las operaciones de las empresas y familias, si bien las empresas no financieras sí tenían un déficit de cierta importancia en algunos años como algo natural por su diferente papel económico. Por otro lado, como vamos a ver a continuación otras fuentes siguen postulando la existencia de un claro signo positivo en la posición exterior, es decir de un capacidad de financiación.

⁴ Véase Alberdi, 1992; Alberdi *et al* 1994; Alberdi, 1995; y Alberdi, 2010, pp 63 y ss.

3.1. El ahorro de los sectores institucionales en el período 2000-2011

Efectivamente aunque no vamos a ahondar en el análisis de esas divergencias, el indudable interés en profundizar en el proceso ahorro inversión durante ese período crítico de la primera década del nuevo siglo en el que se gestan los grandes desequilibrios que condujeron a la Gran Recesión, nos llevan a considerar el análisis de los sectores institucionales.⁵

Gráfico nº 4.



Fuente: Alcaide, 2011 (Funcas) y elaboración propia.

La serie de Funcas para el período arroja unos niveles de inversión inferiores que dan como resultado una alta capacidad de financiación para la economía vasca que prácticamente nunca habría descendido del entorno del 3% en la misma década en la que anteriormente veíamos importantes saldos deficitarios. Todos los agentes económicos tienden a tener excedente si bien con ciertos vaivenes que se explican por el propio ciclo. Así, las familias presentan superávit que sólo se torna déficit en

⁵ Ese análisis es posible a través de las series elaboradas por Funcas, véase Alcaide (2011).

los momentos más álgidos del *boom* inmobiliario para volver a recuperarse tras la recesión. Claramente excedentaria es también la situación del sector público antes de la llegada de la crisis la cual provoca un brusco cambio de signo del que como sabemos todavía no se ha recuperado. Finalmente las empresas en un movimiento singular pasan de tener moderadas cifras de capacidad de financiación a aumentarlas drásticamente en términos de PIB a causa de los efectos de la recesión que motivan una reducción de inversiones y un aumento grande del ahorro.

El comportamiento empresarial descrito se aproxima al registrado en la economía española, caso este último que ha sido comentado por Andrés (2013) y que tiene importantes implicaciones para la financiación y para la política económica. Por un lado, porque cuanto más directos son los procesos de financiación menor es el volumen de activos y pasivos que se precisa y menor la dependencia del crédito bancario, lo que puede representar una salida en un contexto de restricción crediticia, aspecto que más adelante discutiremos en torno a la cuestión de si es posible una recuperación económica sin crédito. Pero, por otro lado, porque la acumulación de recursos en el seno de las empresas puede volverse disfuncional si como tantas veces ha sido discutido en el caso de Japón,⁶ ello supone que no se movilizan esos recursos y en su lugar se traslada la carga del ajuste del déficit público sobre los impuestos al consumo. Más adelante volveremos a ocuparnos de ese comportamiento empresarial en el caso de la economía vasca, en el que si bien no se da un vuelco en la distribución de la renta a favor del excedente bruto de explotación tan intenso como en la economía española, si se confirma de alguna manera esa concentración de recursos por el mantenimiento de niveles altos de la rentabilidad del capital productivo.⁷

4. LOS CRÉDITOS Y LOS DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO

4.1. La evolución del crédito y los depósitos del sistema bancario

Una de las características de la economía vasca que era coherente con su tradicional posición excedentaria era la de presentar un saldo positivo entre los dos instrumentos principales de pasivo y activo del sistema bancario que intervienen en la financiación de la economía: los depósitos y los créditos. Hasta mediados de la década de los noventa esa diferencia se movió en valores de entre un 20% a un 30% del total de los depósitos, que se correspondía con un excedente aún de mayor dimensión de las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito que era contrarestando por una posición deficitaria de la banca que se fue gestando en la segunda mitad de los años ochenta.

⁶ Véase recientemente Wolf, 2013.

⁷ Alberdi, 2013.

Lo que caracterizaba al sistema bancario de los años ochenta era una especialización de los distintos intermediarios derivada de una larga historia de intervencionismo y mecanismos privilegiados de financiación, por la que cajas y cooperativas se concentraban en las economías domésticas y presentaban excedentes, mientras que la banca estaba más centrada en el crédito a las empresas y era dependiente del mercado interbancario. La banca a principios de los años ochenta, formada por 43 bancos (tres de ellos extranjeros), absorbía alrededor de un 64% del crédito y un 50% de los depósitos, porcentajes que se reducirían a un 58% y un 37% para principios de la década siguiente, debido al extraordinario crecimiento de lo que podríamos considerar «banca regional», si se prescinde de los pequeños bancos privados locales, tanto por las cajas de ahorro como más aún por las cooperativas que partían de una dimensión menor.⁸

Desde el punto de vista de la teoría, el creciente predominio de la banca regional debía de constituir una ventaja potencial de cara al desarrollo, habida cuenta de que supone un mayor conocimiento y proximidad en las decisiones de financiación. Esa ventaja que se solía significar apelando a la vocación territorial de las cajas tenía un componente real, pero tampoco debería ocultar que presentaba una clara asimetría favorable a los pasivos porque debido al fuerte intervencionismo dejaba de serlo por el lado de su activo que estaba muy volcado hacia la financiación del sector público estatal: en un año como 1989 de cada 100 unidades del activo conjunto de las cajas y cooperativas vascas, sólo 44 se destinaban a crédito al sector privado, mientras que 30 iban al sistema crediticio (activos de caja del Banco de España y mercado interbancario) y 22 al sector público, en su inmensa mayor parte estatal porque tan sólo un 3% era crédito concentrado en las corporaciones locales. Efectivamente esta asignación de recursos era el resultado principalmente de los coeficientes obligatorios que canalizaban los depósitos de las familias hacia la deuda del estado, la de su sector público empresarial (INI) y la del Crédito Oficial, pero también de una incapacidad de expansión crediticia interior que descansaba en un mayor dinamismo de la banca.⁹

La liberalización del sistema bancario, las innovaciones financieras y el intenso proceso de crecimiento económico posterior traerían importantes modificaciones en el comportamiento de los intermediarios y en el de los agentes privados de la economía. Por un lado la ganancia de cuota de mercado de las cajas continuó en un marco de progresiva homogeneización de los intermediarios bajo la común denominación de entidades de crédito, que como sabemos ha conducido finalmente a la bancarización casi completa si exceptuamos el pequeño sector cooperativo. Las creciente expansión de las cajas y cooperativas a otras Comunidades Autónomas hace más problemático seguir vinculando completamente sus datos de créditos y depósitos.

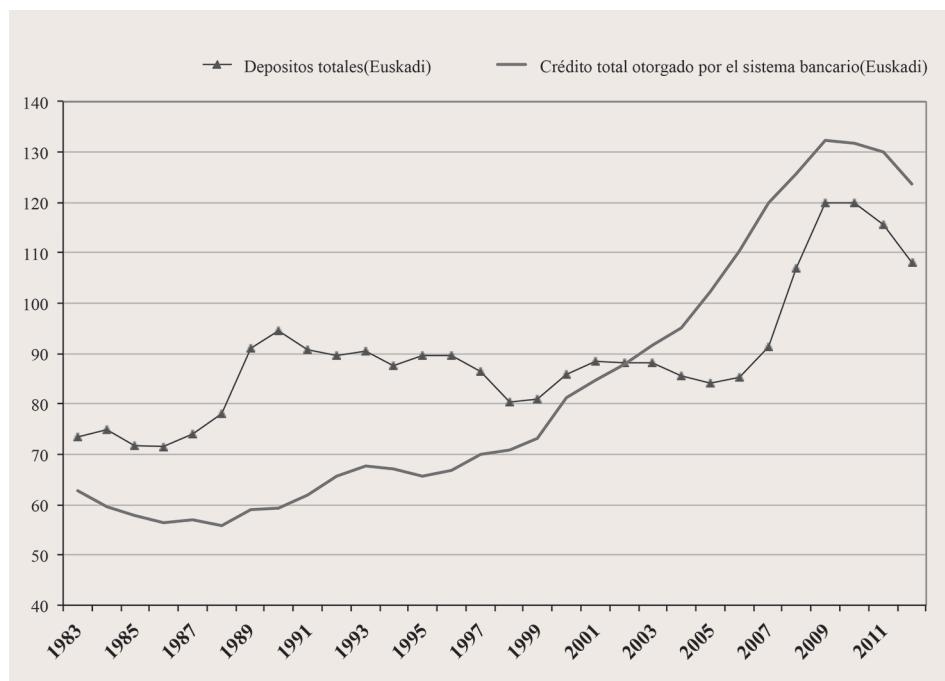
⁸ Véase Martínez y Beristain, 2010.

⁹ Alberdi, 1990.

tos al concepto de banca regional, pero en cualquier caso asistimos a un repliegue interior de la banca privada, que tras la reestructuración y concentración de los ochenta se lanzó a su expansión internacional, de manera que siguió perdiendo cuota de negocio hasta llegar a porcentajes de alrededor del 30% en los depósitos y del 40% en los créditos. Como sabemos bien hoy en medio de la Gran Recesión las estrategias de internacionalización de la banca han sido exitosas, mientras que la a veces desaforada expansión interior, la mala gestión y la concentración de riesgos debida al modelo de crecimiento ha provocado una enorme crisis en las cajas que ha determinado su desaparición.

Es verdad que sobre ese telón de fondo institucional, el País Vasco presenta caracteres bien diferentes de la norma estatal, por el distinto modelo competitivo de su economía y la solvencia y buena gestión de sus cajas y cooperativas, pero ello tampoco ha evitado que el sistema bancario vasco haya participado de lo que sin duda ninguna ha sido el rasgo esencial del largo período de crecimiento económico iniciado en los años noventa: la gran expansión del crédito, que medido en relación al PIB inicia una escalada que le lleva a duplicar sus cifras en la antesala del colapso que tuvo lugar en el año 2008.

**Gráfico nº 5. CREDITOS Y DEPÓSITOS EN LA ECONOMÍA VASCA 1983-2012
(% del PIB)**



Fuente: Eustat, Banco de España y elaboración propia.

Si bien es verdad que lo mismo que la inversión crea el ahorro es el crédito el que hace los depósitos, vemos sin embargo que estos últimos se estabilizan en términos de PIB durante casi todo el período de crecimiento de la llamada Gran Moderación. Hay que tener en cuenta que en la década de los años noventa la financiación de la economía española a través de valores se multiplicó por 2,5 en términos de PIB y que en ese proceso desempeñó un papel estelar el propio sistema bancario tanto de forma directa como a través de la emergencia de los fondos de inversión, en lo que constituyó un rediseño de la intermediación o si se quiere una desintermediación vinculada que reforzaba la propia bancarización.¹⁰

Estamos sin duda ante el impacto de un proceso de sofisticación financiera que afecta a los pasivos tradicionales del sistema bancario como se demuestra por la brusca recuperación de los depósitos tras la crisis de 2008 cuando una súbita vuelta a la preferencia por la liquidez recupera la sincronía entre el crédito y los depósitos. En cualquier caso antes y después el crédito continuó siendo el instrumento principal de las pymes y de las familias, como exemplifica bien el protagonismo del sector inmobiliario que se aborda a continuación.

4.2. El papel del sector inmobiliario

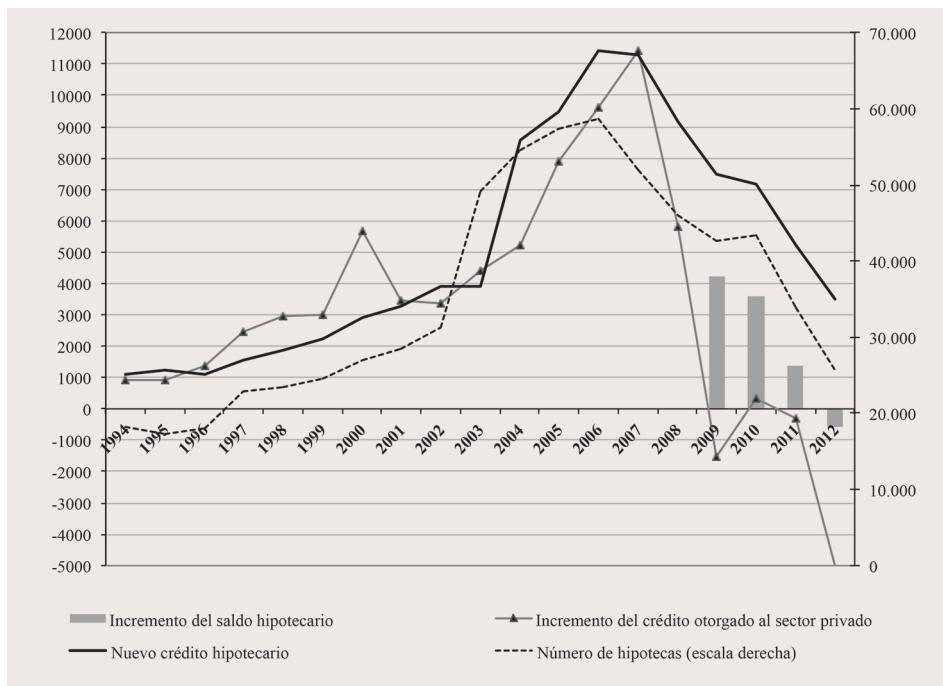
El crédito por su parte siguió una expansión desorbitada en gran medida por el peso que en el mismo tuvo el componente inmobiliario. El crédito hipotecario para todo tipo de propiedades y agentes aumentó entre 1994 y 2007 en tasa anual acumulativa nada menos que un 21,6%, cifra que duplicaba la tasa a la que crecía el número de operaciones. Aquí la innovación financiera consistió en la proliferación del modelo de «originar para distribuir», esto es, la rápida y poco sopesada concesión de créditos que luego serían objeto de titulización y que transformados a su vez en otros activos en segunda y tercera derivadas acabaron por conformar los productos tóxicos que ocasionaron la crisis financiera.

El crédito inmobiliario se enseñoreó hasta tal punto del panorama financiero que desde mediados de los noventa el nuevo crédito hipotecario tuvo una importancia similar a la expansión neta total de los flujos de crédito al sector privado. Incluso a diferencia de este último, que se desploma completamente a partir de 2009, todavía mantuvo una cierta inercia hasta el año 2011. No obstante, hay que tener en cuenta que la comparación del nuevo crédito con el flujo total de crédito obtenido del saldo vivo no resulta adecuada, lo que nos ha llevado a intentar calcular una estimación del flujo neto hipotecario, a pesar que la serie histórica no es suficientemen-

¹⁰ Ontiveros y Valero (2004) y Carbó (2004).

te larga y que ello plantea problemas para estimar el saldo de crédito hipotecario a través de la acumulación de flujos y una hipótesis de amortización.¹¹

Gráfico nº 6. NUEVO CRÉDITO HIPOTECARIO E INCREMENTO TOTAL DEL CRÉDITO 1994-2012 (Millones de euros)



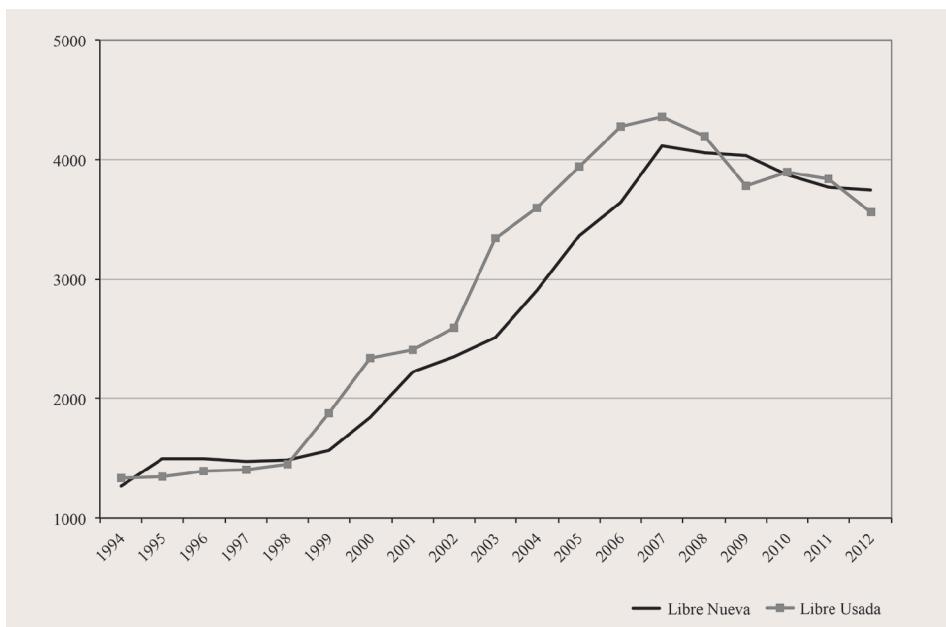
Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

¹¹ Efectivamente, aunque el INE facilita el número e importe de las hipotecas constituidas hay que transformar los flujos anuales en stocks para que la comparación con el crédito resulte adecuada. Sin embargo, como la serie histórica no es larga ello plantea problemas para que la estimación del saldo de crédito hipotecario a través de la acumulación de flujos y una hipótesis razonable de amortización arroje resultados para el período de análisis. A pesar de todas esas dificultades se ha realizado tal estimación partiendo de la expresión:

$$SCH_t = \sum_{t=0}^{T_j} CH_t \times P_{t,t}$$

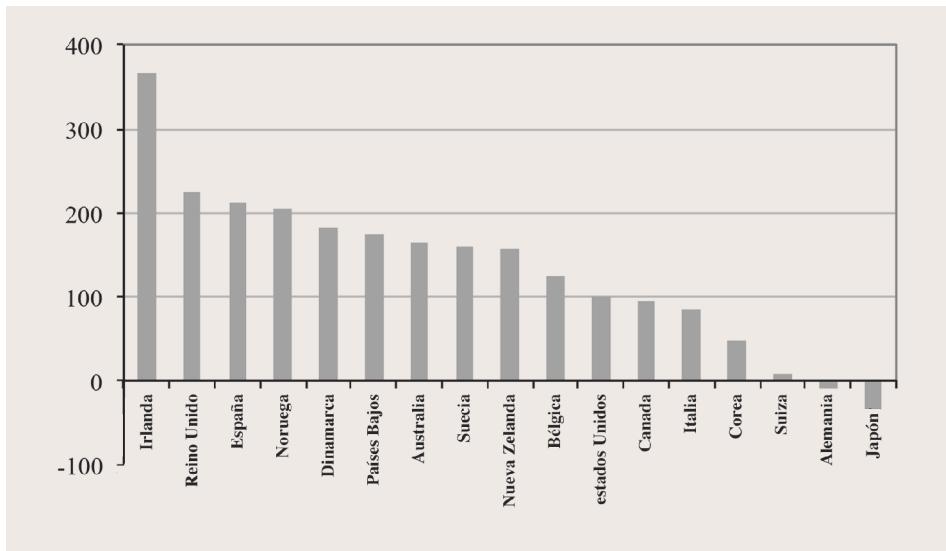
en la que SCH es el saldo hipotecario vivo, CH el flujo de nuevo crédito, T la duración total media y P la parte del mismo pendiente de amortizar. De cara a fijar los valores de P se ha tenido en cuenta que la duración media de los préstamos de vivienda concedidos pasó de 12 años en 1990 a 24 años en 2004 para luego retroceder hasta cerca de 21 años en 2012, y en consecuencia se ha reproducido un perfil similar con cifras algo más bajas por incorporar todo tipo de operaciones hipotecarias. La duración media resultante de los flujos ponderados es de 22 años que es la misma que la de la cartera viva de Kutxabank. Ello nos permite obtener al menos una indicación del flujo neto en el trienio final del período (2009-2012), que aparece representada en el gráfico nº 6. Aparte de lo anterior, hay que considerar que con la llegada de la crisis se producen dos efectos no tenidos en cuenta que han debido de reducir el saldo vivo: por un lado, el aumento del ahorro dirigido a la reducción de deuda, y por otro el crecimiento de las operaciones fallidas.

*Gráfico nº 7. PRECIO DE LA VIVIENDA LIBRE EN EUSKADI 1994-2012
(Euros/m²)*



Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

Gráfico nº 8. INCREMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN PAÍSES DE LA OCDE 1994-2007 (en %)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

De acuerdo con los resultados obtenidos se confirma la inercia del crédito hipotecario cuyo crecimiento sólo se trunca en el año 2011 y sobre todo en 2012 en el que pasa ya a cifras negativas como el resto del crédito (ver el saldo hipotecario en el gráfico nº 6). Sin embargo aún considerando que esa cifra puede resultar superior por el efecto de las cancelaciones de deuda y por los fallidos, todavía representaría menos de una quinta parte de la caída total de crédito.

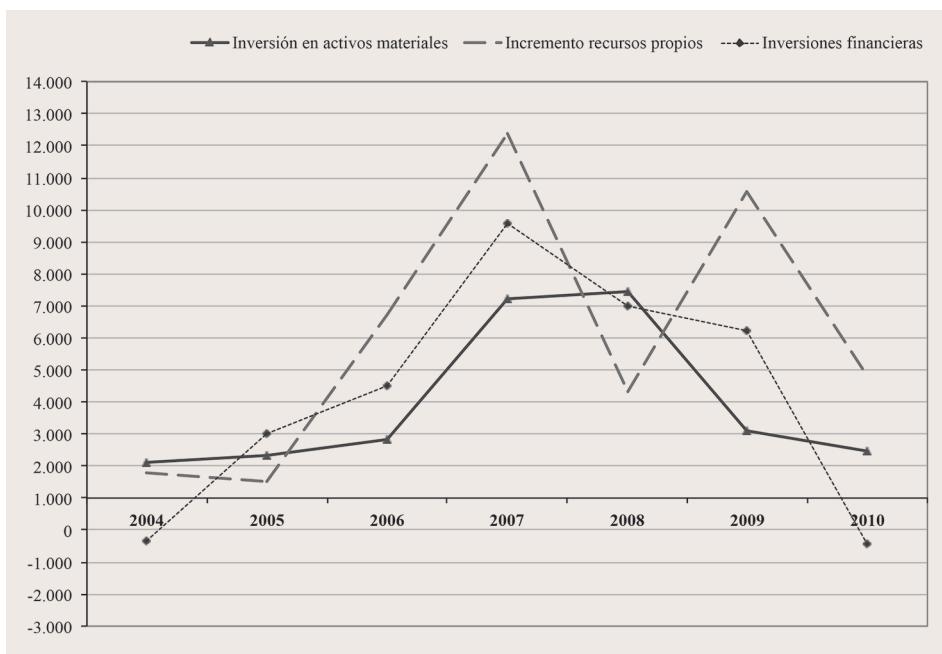
Naturalmente, tan enorme expansión crediticia no se justifica en puros términos de financiación de la actividad productiva de la construcción ni de la adquisición de las familias, sino que como alertaba la divergencia entre el crecimiento de las operaciones y el importe de las hipotecas, buena parte de la misma es la que posibilita un incremento de precios de los activos que por mucho que constituya riqueza nominal no deja de responder a un proceso inflacionario sin correspondencia en la economía real. En ese mismo período que transcurre entre 1994 y 2007, tanto el precio de la vivienda libre nueva como el de la usada se multiplicó por tres, esto es, tuvo incrementos del 225%, para reducirse ligeramente después en un 10% y un 20% respectivamente (gráfico nº 7) en línea con el declinar del propio crédito hipotecario. Aunque ese comportamiento se ha vinculado a menudo a los relativamente bajos tipos de interés para las condiciones de economías como la vasca y las del sur de Europa, lo cierto es que el fenómeno fue bastante generalizado en las economías de la OCDE, incluidas las del norte de Europa: Reino Unido, Noruega, Dinamarca y Países Bajos presentan incrementos de precios similares a los del País Vasco (ver gráfico nº 8).

En definitiva la financiación crediticia de la inversión inmobiliaria ha sido clave para explicar el comportamiento financiero e inversor de las familias y el gran aumento de la riqueza debido a las subidas del precio de las viviendas. Si bien, ahora que nos disponemos a abordar la financiación de las empresas, hay que precisar que parte de la financiación hipotecaria corresponde al mundo empresarial en la medida en que las hipotecas constituidas afectan no sólo a las familias sino también a la actividad del sector de la construcción y de los otros sectores productivos por sus inversiones en inmovilizado material.

5. LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Para comenzar a hablar de financiación empresarial nada mejor que recordar el comportamiento de la inversión y en particular cómo tanto las inversiones en otras construcciones como las de bienes de equipo, que son las que conforman la inversión productiva material, fueron también muy pujantes sobre todo en el decenio anterior a la Gran Recesión (gráfico nº2). Precisamente por razones de disponibilidad estadística nos vemos obligados a encaminarnos necesariamente al examen de ese periodo previo a la última crisis porque es el que a fecha de hoy cubren las Cuentas Patrimoniales de las Empresas No Financieras (CPENF) elaboradas por el Eustat.

**Gráfico nº 9. INVERSIONES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2004-2010
(Millones de euros)**

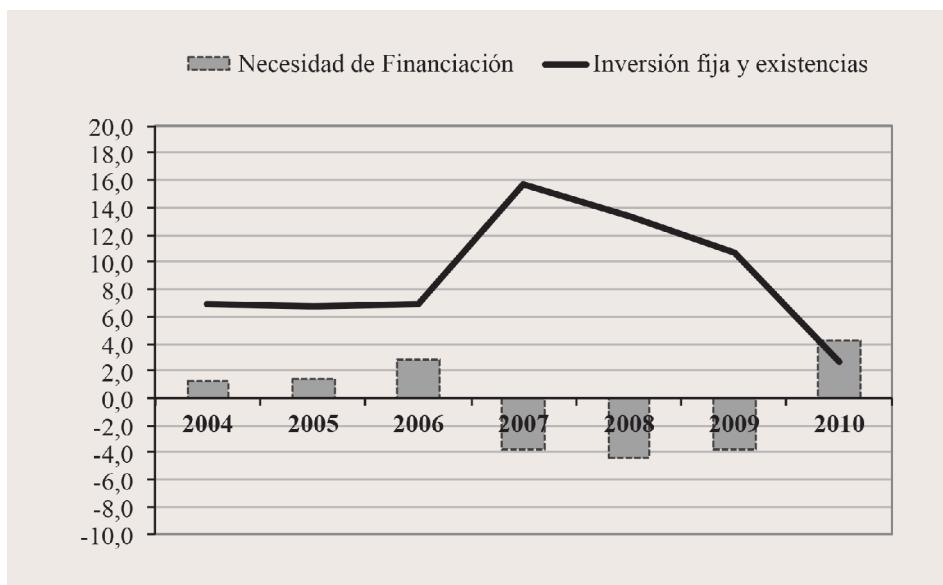


Fuente: Eustat y elaboración propia.

El comienzo de la década del nuevo siglo se caracterizó por ser un tiempo de bajo pulso coyuntural, y seguramente por eso hasta mediados de la década la inversión material de las empresas no financieras se movió en niveles de entre 2.000 y 3.000 millones de euros, que despegaron rápidamente hasta superar los 7.000 millones en el momento álgido del ciclo, lo que suponía por tanto un porcentaje superior al 10% del PIB (gráfico nº 9). Con la llegada de la crisis la inversión material se resiente de forma inmediata volviendo a los niveles propios anteriores a la crisis.

Las CPENF manejan unos conceptos que siguen criterios contables lo que nos aleja de los que son habituales en la contabilidad nacional. Por ello hemos tratado de estimar de una manera aproximada el concepto de necesidad o capacidad de financiación a partir de las operaciones reales mediante el saldo de los Resultados y las inversiones en capital fijo y en la variación de existencias, con los resultados que se reflejan en el gráfico nº 10. La estimación nos indica la existencia de una pequeña capacidad de financiación que se convierte en necesidad con el enorme auge inversor del período 2007-2009, ya que la formación de capital reacciona con retardo a la crisis y no manifiesta claramente su declive hasta el ejercicio de 2010.

Gráfico nº 10. NECESIDAD DE FINANCIACIÓN E INVERSIONES TOTALES DE LAS EMPRESAS 2004-2010 (% del PIB)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

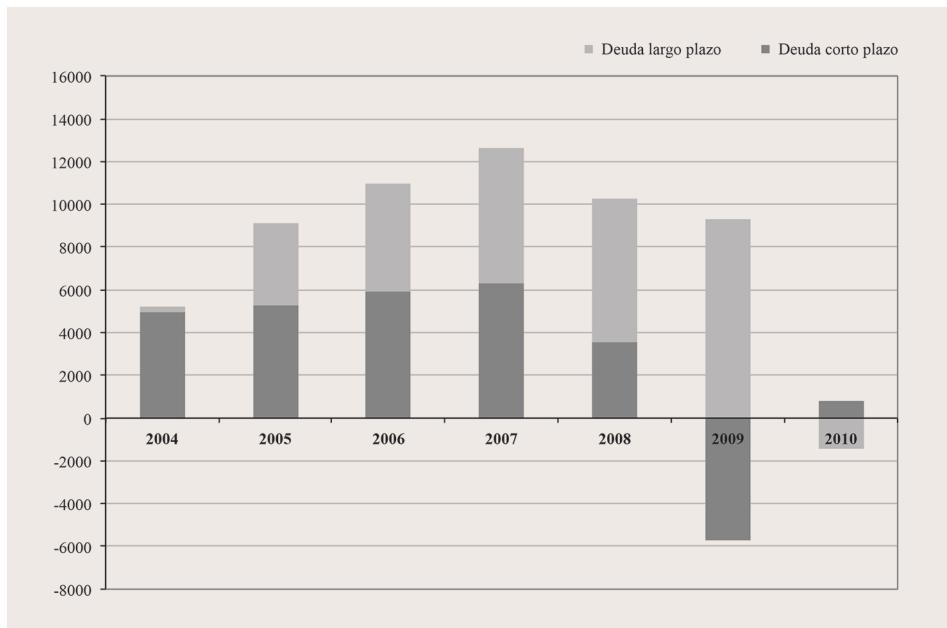
Es resaltable también que la generación de resultados de las empresas que llegó al 12% del PIB en 2007 se vio reducida con la crisis pero que todavía alcanzaba niveles cercanos al 7% del PIB que no dista mucho de los existentes en 2004 justo antes del momento más álgido del último ciclo, lo que sin duda permite una nueva recuperación del superávit en 2010 una vez que se desplomaran los niveles de inversión real.

Ahora bien, los procesos de capitalización real no agotan la problemática de la financiación empresarial, porque junto con la gran intensidad del proceso inversor real hay que considerar las inversiones financieras y tampoco hay que olvidar la necesidad de financiar el Fondo de maniobra (diferencia entre activo y pasivo circulante) lo que determina que las operaciones financieras alcancen un mayor volumen y complejidad. De hecho, a pesar de que los recursos propios también experimentaron un gran incremento, con cifras que llegaron a un máximo del 19% del PIB, las empresas precisaron de financiación ajena y en particular del necesario aporte del sistema bancario como enseguida veremos porque la necesidad total de endeudamiento podría haber supuesto hasta un máximo del 30% del PIB.

En efecto, además de la formación de nuevo capital físico hay que destacar una cierta importancia de las inversiones en intangibles y sobre todo las inversiones financieras con vocación de permanencia que tienen importes que son incluso superiores al de las reales tal y como aparece reflejado en el gráfico nº 9. Estamos sin duda ante la

expresión de un rasgo importantísimo del nuevo estadio del desarrollo empresarial del País Vasco que se caracteriza por la formación y desarrollo de grupos empresariales que por lo general tienen ya una clara dimensión internacional merced a la extensión de prácticas de multilocalización de las actividades productivas.

**Gráfico nº 11. FINANCIACIÓN OBTENIDA MEDIANTE DEUDA A CORTO Y A LARGO PLAZO POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2004-2010
(Millones de euros)**

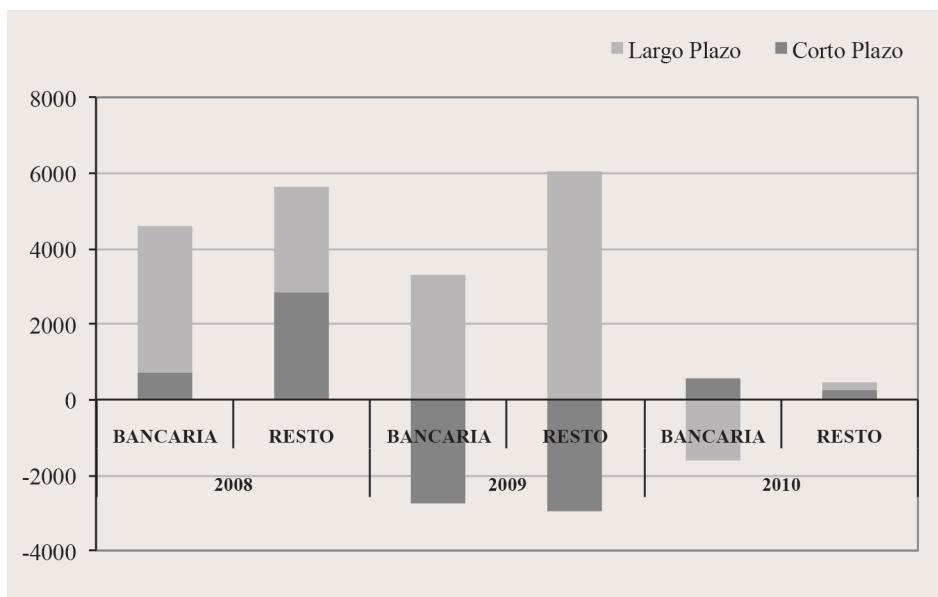


Fuente: Eustat y elaboración propia.

Pero para proseguir nuestro examen de la financiación no cabe duda por lo tanto de que hay que ir más allá de las necesidades de inversión real para ver cuál ha sido la disposición de la totalidad de las fuentes de financiación ajena, independientemente de que la misma haya servido para ese tipo de inversiones para inversiones en intangibles, inversiones financieras o para la cobertura del Fondo de maniobra.

A tal efecto, el gráfico nº 11 refleja cómo la financiación ajena obtenida fue claramente creciente en el periodo anterior a la crisis y en clara consonancia con el proceso inversor y el mantenimiento del equilibrio financiero correspondió a la deuda a largo plazo, la cual ascendió a importantes cantidades incluso en el año 2009, pero después cambió radicalmente su comportamiento hasta el punto de que en 2010 registró cifras negativas.

Gráfico nº 12. FINANCIACIÓN BANCARIA Y NO BANCARIA OBTENIDA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS 2008-2010 (Millones de euros)



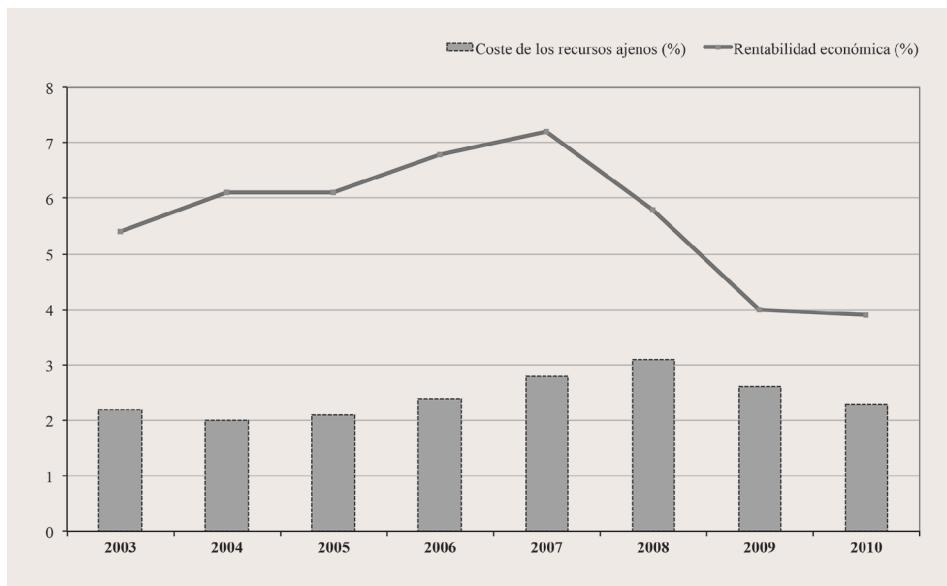
Fuente: Eustat y elaboración propia.

De cara a nuestro interés por conocer el papel del sistema bancario en la financiación, en este caso de las empresas, procedemos a descomponer los flujos de financiación para los años de los que disponemos de datos, que abarcan el trienio 2008-2010. Pues bien, tal y como refleja el gráfico nº 12, el papel de las entidades de crédito no es tan importante como el resto de la financiación obtenida, algo que es cierto tanto en términos de flujos como de los saldos a partir de los cuales se han obtenido éstos. En el caso de la financiación a corto plazo, la importancia de la financiación no bancaria se debe al gran peso que tienen los acreedores comerciales (lo mismo que también la tiene su contrapartida de deudores comerciales en el activo corriente), pero quizás sorprende más el comprobar que también esto ocurre con la financiación a largo plazo. Aquí estamos ante dos factores explicativos principales: por un lado, la financiación de empresas del mismo grupo que en términos de stocks ronda los 10.000 millones en 2008; y por otro por el hecho de que el peso y presencia de la gran empresa determina que también existan unos saldos importantes (de alrededor de 6.000 millones de euros) de deuda a largo plazo no bancaria, es decir materializada en títulos.

En relación con el comportamiento de la financiación durante la crisis, lo que se observa es un despunte de la financiación a corto plazo, tanto bancaria como comercial, pero una mayor inercia en la financiación a largo que sólo se reduce en

2010, año en el que como veíamos más arriba se desploma la inversión. En principio, ese comportamiento a la baja no nos informa en sí mismo de las eventuales restricciones o racionamiento del crédito al que se hayan podido ver sometidas las empresas porque se supone que evoluciona de forma acorde con la caída del tráfico comercial. De hecho, sabemos que la rotación del activo total (ingreso de explotación/activo) disminuyó con la crisis desde 0,9 en 2008 hasta 0,7 en 2009 y 2010. Pero sí resulta muy reveladora la circunstancia de que una vez llegada la crisis se produzca una sustitución de deuda a largo plazo bancaria por otra de fuentes no bancarias, lo que sin duda ha permitido a la gran empresa sortear las restricciones de crédito bancario y aprovechar las oportunidades que brindaban los mercados de capitales antes de que se agudizara la crisis del euro y de la deuda soberana.

Gráfico nº 13. RENTABILIDAD ECONÓMICA Y COSTE DE LOS RECURSOS AJENOS 2003-2010 (%)

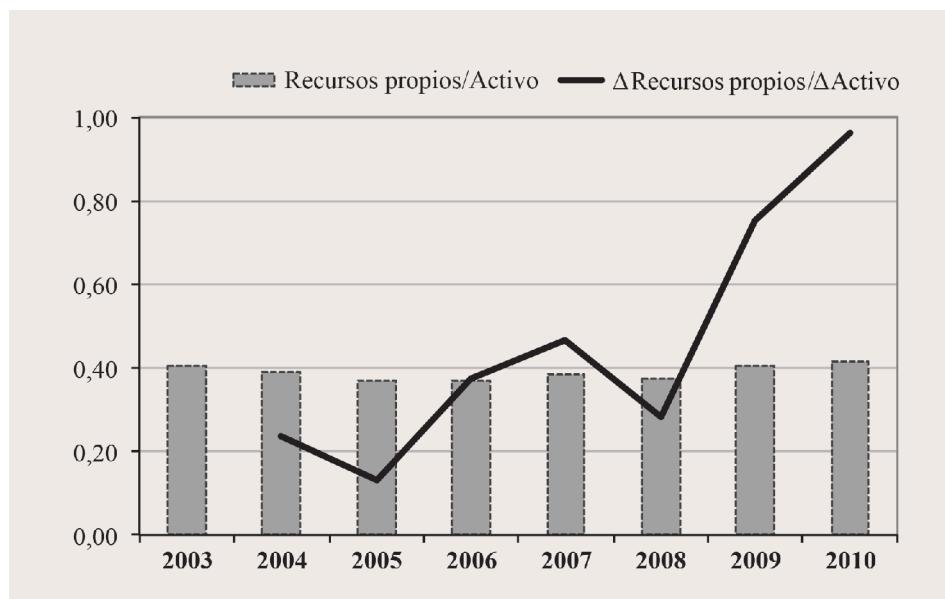


Fuente: Eustat y elaboración propia.

De lo que no cabe duda es del reducido coste de los recursos ajenos utilizados por la empresa, cuyo valor máximo en todo el período 2003-2010 fue del 3%, mientras que la rentabilidad económica alcanzaba un 7%. A pesar del desplome de la rentabilidad económica con la llegada de la crisis, el margen sobre el coste siguió cercano a 1,5 puntos. No obstante, no cabe duda de que el período contemplado no ofrece un marco suficiente para que la restricción crediticia se pueda manifestar en el precio, por dos razones: primera, porque como sabemos ha sido la persistencia de

la crisis y la segunda recesión la que ha impactado más en el sistema bancario, y segundo, porque el coste medio se refiere al volumen total de la deuda viva, cuando lo que interesaría ver es el precio de las renovaciones y del nuevo crédito.

Gráfico nº 14. RATIOS MEDIO Y MARGINAL DE APALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS 2004-2010



Fuente: Eustat y elaboración propia.

Ese enfoque marginal es pertinente no sólo para el coste del crédito sino en general para valorar todo el proceso de ajuste a la recesión. En un principio la reducción de ingresos no se manifiesta en una reducción de balances, de ahí la caída de la rotación antes comentada, pero con la prolongación de la situación, la emergencia de la crisis bancaria y de deuda soberana y de las tensiones en el mercado interbancario, la situación cambiaría notablemente. Por eso no sorprende que si bien los recursos propios hayan guardado un gran equilibrio a lo largo de todo el ciclo sin que el apalancamiento medio sufra grandes variaciones a pesar del alto crecimiento, no ocurre lo mismo con el apalancamiento marginal.¹² A partir de 2008 está claro que las nuevas operaciones ya no conservan la misma relación entre recursos propios y nuevas actividades, y la mayor sensibilidad anuncia un cambio de tendencia hacia un desapalancamiento real y un fortalecimiento de la posición financiera para hacer frente a la situación.

¹² Sobre la conveniencia de considerar el concepto de apalancamiento marginal véase Villar, 2013.

6. LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR PÚBLICO

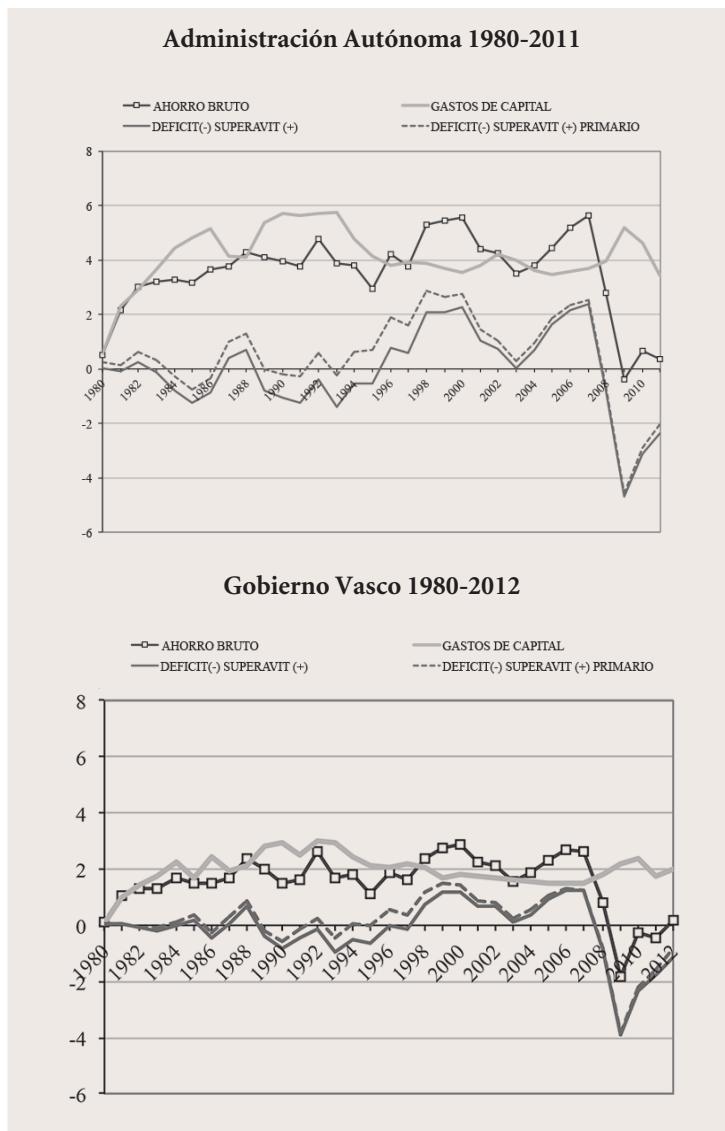
Aunque en el plano de las economías regionales la información de cierre de las cuentas para los diversos agentes nunca está exenta de problemas, por razones fáciles de comprender, los datos del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) y en particular de la Administración Autónoma (AA) y dentro de ella el Gobierno Vasco (GV), son los más accesibles aunque según los casos presentan ciertos retrasos.

El papel del sector público en la economía actual es extraordinariamente importante, por su demanda directa, por sus operaciones de redistribución de rentas y por su impacto en la capitalización y en las necesidades de financiación. De cara a dar cuenta de los aspectos que tienen que ver con nuestro objetivo de analizar el crecimiento y la financiación vamos a estudiar el comportamiento a largo plazo de la AA y el GV para luego dar una pincelada del más reciente de la Administración Central y Seguridad Social (AC y SS) y del conjunto de las AAPP.

Como consecuencia del progresivo despliegue del autogobierno, una vez consolidada, la AA ha venido ejecutando una inversión cercana al 4% del PIB, con unos volúmenes de ahorro bruto de alrededor de la misma cifra, incurriendo en déficit o superávit dependiendo de las distintas fases de los ciclos registrados. Aproximadamente la mitad de esas cifras corresponden al GV, ya que a pesar de la mayor importancia de los recursos que gestiona está especializado en la prestación de servicios públicos (sanidad, educación, seguridad) y menos en la de infraestructuras. En conjunto puede decirse que a pesar del importante papel inversor de la AA, la misma no ha precisado de volúmenes significativos de financiación, porque el déficit apenas superaba el 1% del PIB en algunos años difíciles como los de la recesión de principios de los años noventa. Además, el grueso de esa necesidad de financiación correspondía al GV, por la sencilla razón de que han sido los gastos de capital los que han funcionado como válvula de ajuste, de manera que, por ejemplo, el esfuerzo inversor se reducía desde casi el 6% del PIB al 4% con ocasión del proceso de consolidación fiscal exigido para la preparación de la unión monetaria que se hizo efectiva a finales de los años noventa. Hasta tal punto ello era así que durante años se incurrió en substanciales superávit que permitieron cancelar la deuda viva hasta reducirla a cifras muy pequeñas (gráfico nº 15).

Pero todo eso cambió drásticamente con la Gran Recesión: los niveles de ahorro se desploman en 2009 y 2010, especialmente los del GV que se vuelven negativos, y como los gastos de capital se mantienen ello da lugar a niveles de déficit nunca antes alcanzados: la AA alcanza un máximo del 4,7% del PIB en 2009, en su mayor parte debido al GV (3,9%) (gráfico nº 16). Bien es verdad que tras esos máximos se produce un rápido proceso de consolidación fiscal impulsado desde Europa y desde la Administración Central de forma que el déficit total se redujo al 2,4% en 2011, lo que sin duda ha debido de tener una clara influencia en la recaída en la recesión, que a su vez ha limitado el propio avance de la consolidación fiscal en 2012, como muestran las cifras del GV que son aún algo más elevadas en términos de contabilidad nacional.

Gráfico nº 15. AHORRO, GASTOS DE CAPITAL Y DÉFICIT (% PIB)

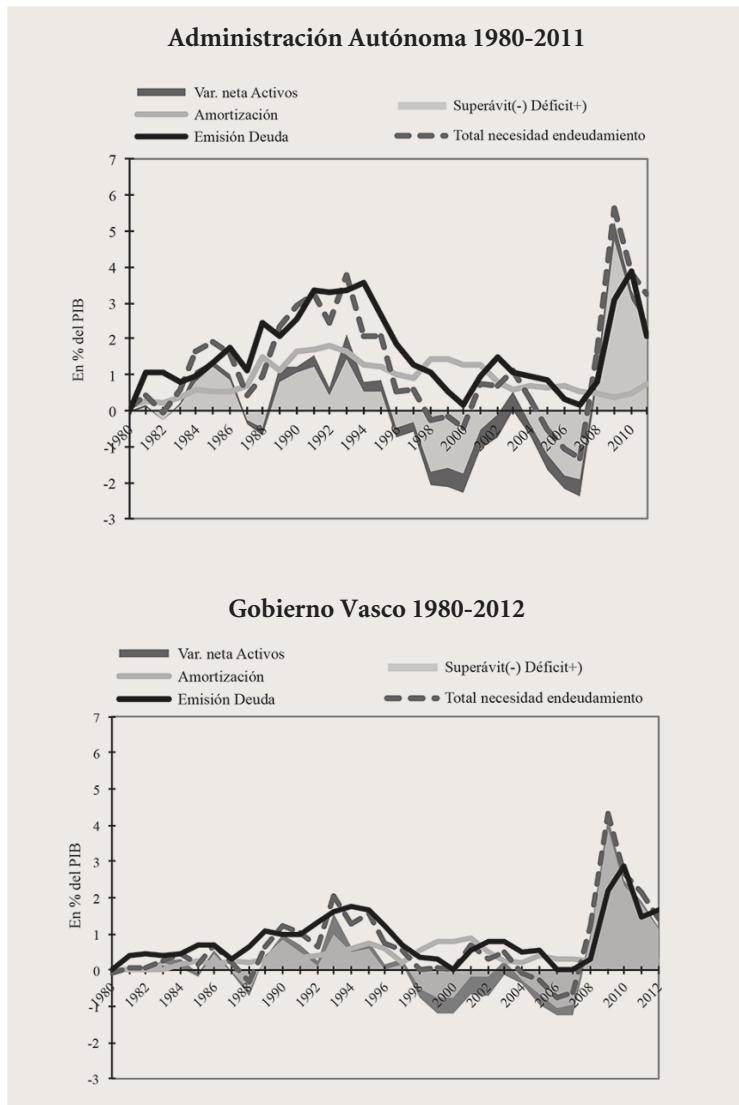


Fuente: Eustat y elaboración propia.

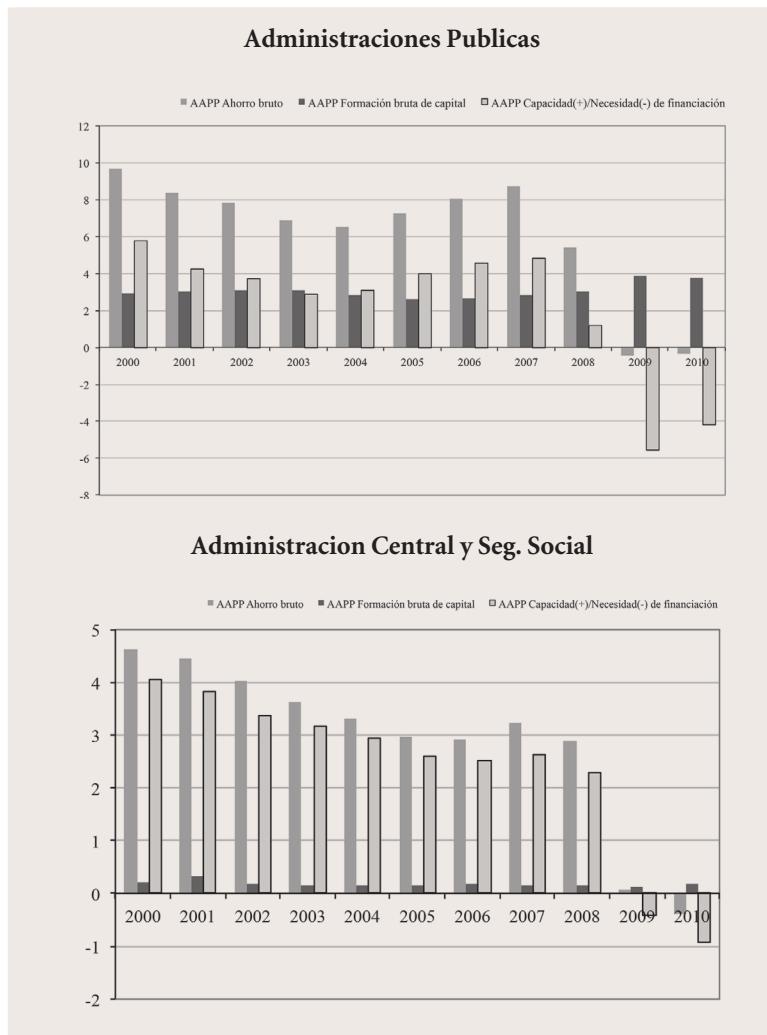
Precisamente la consideración de las cuentas en términos de contabilidad nacional o cuentas económicas, nos lleva a concluir el examen con una visión del conjunto de las AAPP, que incluye por tanto a la AC y a la SS, aunque el desfase de la serie se amplía un año más. Pues bien, aunque consideremos la formación bruta de capital de las cuentas, el esfuerzo inversor total es algo más moderado y se puede sostener que el conjunto de las administraciones presenta altos niveles de ahorro y un su-

perávit que se ha movido entre un 2% y un 4% del PIB durante la década iniciada en el 2000. Eso sí, el impacto de la Gran Recesión ha incrementado los niveles de déficit antes expuestos hasta el máximo del 5,5% y 4,2% en 2009 y 2010; pero con un mayor esfuerzo inversor, ya que la formación bruta de capital pasa del entorno del 3% al del 4% durante el primer bienio de la crisis (gráfico nº 17).

Gráfico nº 16. ANÁLISIS DE LA NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO



Fuente: Eustat y elaboración propia.

Gráfico nº 17. AHORRO, GASTOS DE CAPITAL Y DÉFICIT 2000-2010 (% PIB)

Fuente: Eustat y elaboración propia.

7. EL CRÉDITO Y LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

El período contemplado en nuestro análisis de la financiación empresarial no permite comprobar los efectos de la segunda recesión y en particular cómo la crisis bancaria ha acabado ocasionando una restricción crediticia generalizada. En la literatura se conoce el fenómeno como *credit crunch*, que en realidad se compone de dos efectos inextricablemente unidos: por un lado, se produce una reevaluación al alza del riesgo y del margen aplicado a las operaciones para la misma calidad del prestatario, y por

otro, opera también una restricción de capital, lo que se denomina *capital crunch*, que refleja la medida en que la escasez de capital determina la reducción de los activos, porque el deterioro de los recursos propios obliga a que para seguir cumpliendo el coeficiente de solvencia exigido tenga que otorgar una cantidad de crédito menor.

En este sentido no hay que olvidar que en enero de 2013 se ha iniciado el período de adaptación a los nuevos requerimientos de solvencia de Basilea III (Banco de Pagos Internacionales, 2011) que de una manera progresiva deben alcanzar sus objetivos para el año 2019. El nuevo ratio de capital sobre activos ponderados por riesgo de hasta el 12% es más exigente pero ni siquiera alcanza el nivel que aconsejaría la experiencia a la vista de los porcentajes alcanzados por los créditos fallidos en pasadas crisis económicas, que según Ratnovski (2013) demandaría un ratio de apalancamiento total del 9% y uno ponderado del 18%. El diseño de las normas, que ha sido criticado por no prestar la debida atención a los fundamentos del análisis económico en materia de regulación (Repullo, 2012), supone un marco mucho más exigente por la calidad del capital exigido, los nuevos colchones de capital y la introducción de nuevas exigencias de liquidez y apalancamiento, además de entrañar una mejor captura de riesgos (Rodríguez de Codes, 2010). Debido a todo ello, aunque con gran incertidumbre, se espera que suponga una reducción del crédito y un aumento de su coste, con un impacto económico que puede ser mitigado por el acompañamiento de la política monetaria y que se estima en una amplia horquilla que va desde cifras moderadas hasta casi un punto de crecimiento para la zona euro (Gavilán, 2010).

A todas esas dificultades de adaptación, hay que añadir que en los peores momentos de la crisis bancaria y de la deuda soberana también haya influido el cierre de los mercados de emisiones y la parálisis del mercado interbancario que al limitar la posibilidad de cobertura de créditos previamente otorgados también acaba por condicionar la expansión de estos créditos, aunque la misma se encuentre dentro de los límites del coeficiente de solvencia. De hecho, las dificultades de los bancos en el peor momento de la crisis sólo desaparecieron cuando el Banco Central Europeo lanzó las denominadas «*long-term refinancing operations*» (LTRO), préstamos a los bancos por importe de 1 billón a tres años y a tipo de interés del 1%, para sustituir a una financiación interbancaria paralizada que determinaba que en aquellos momentos los bancos excedentarios tuvieran depositados 800.000 millones de euros en el BCE al 0,25% de interés. El grueso de aquel billón de euros de las LTRO vence en enero y febrero de 2015; pero ello no obsta para que en el primer semestre de 2013 se haya producido ya una vuelta de las entidades de crédito a los mercados, como muestra que las dos más relevantes para la economía vasca, Kutxabank y BBVA colocaran emisiones por 750 y 4.000 millones de euros respectivamente, con *spreads* de 220 y de entre 215 y 295 puntos básicos sobre los tipos de interés fijos de referencia (*midswap*).

Sin embargo, a pesar de todas las dificultades mencionadas: descenso de los volúmenes de crédito y aumento del perfil de riesgo, los tipos de interés aplicados a las empresas están en 2013 a niveles comparables a los vigentes durante el período de

auge, y para determinadas operaciones son incluso similares a los vigentes en el periodo 2003-2005. Aunque también es verdad que eso ocurre cuando está en vigor una política monetaria mucho más acomodaticia por parte del BCE, que no se transmite a la economía española como a otras economías de la zona euro, confirmado la fragmentación efectiva de la unión monetaria. (European Commission, 2013, p.15). De hecho, todavía en julio de 2013 el tipo de interés aplicado a las empresas para créditos de hasta 1 millón de euros y plazo de uno a cinco años era en España del 5,46%, muy por encima de la zona euro, 3,9%, y de Alemania, 3,57%.

Una vía para valorar el impacto que todas estas condiciones tienen en el funcionamiento del sistema bancario, es la información procedente de las encuestas dirigidas al mismo y a sus clientes, si bien hay que tener en cuenta que las mismas no se ciñen a la economía vasca sino a la economía española. Así, sabemos por la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España que se ha producido un cambio claro y persistente en la percepción del riesgo desde que estalló la crisis, y que ello se ha traducido en un endurecimiento de las condiciones de otorgamiento de crédito y en la aplicación de mayores márgenes. La misma encuesta informa también de que ha habido un cierto impacto del problema del capital en el año 2009, mientras que los problemas de liquidez no parecen importantes y la dificultad de acceso a los mercados sólo se manifiesta con la segunda recesión a lo largo de 2012. Un aspecto de interés es también el hecho del empeoramiento de las condiciones de financiación a las familias para la adquisición de vivienda se manifiesta de forma más tardía a partir del año 2011, lo que resulta coherente con el comportamiento del crédito hipotecario analizado anteriormente, que mostraba un claro cambio de tendencia precisamente en ese año.¹³

La restricción del crédito resulta confirmada también por la Encuesta de Acceso a la Financiación de la pyme que elabora el Banco Central Europeo, y que arroja un alto porcentaje de rechazo total o parcial a las solicitudes de las empresas españolas: sólo un 43% obtuvo lo que demandó en el semestre transcurrido entre octubre de 2012 y marzo de 2013, un porcentaje muy inferior al 71% del conjunto de la zona euro.¹⁴

Habida cuenta de esa relación positiva entre crédito y solvencia, resulta por tanto del máximo interés analizar el balance de las cajas y cooperativas vascas, que conforman el grueso de la banca regional que supone más de la mitad del sistema bancario, como indicador del proceso de apalancamiento y desapalancamiento y de su impacto a lo largo del ciclo.

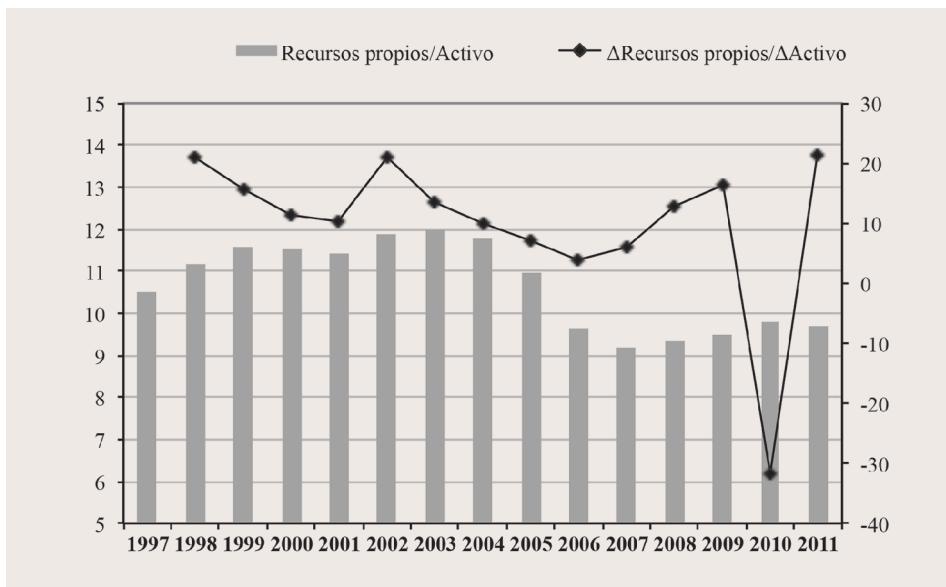
El gráfico nº 18 muestra a este respecto que durante la fase de expansión se registran dos comportamientos diferentes: primero la solvencia crece de forma nítida pero luego declina rápidamente en el período álgido del ciclo previo a la crisis. Posteriormente, la recuperación de posiciones vuelve a ser sostenida, pero se quiebra en

¹³ Véase el sitio en Internet del Banco de España: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>

¹⁴ Véase el sitio web del BCE: <http://www.ecb.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>

2011, lo que merece una consideración más detenida con ayuda de la evolución del ratio marginal. Así resulta que en 2010 siguen creciendo los recursos propios pero, aunque es verdad que en escasa cuantía, se reduce por primera vez el balance, lo que da lugar a un ratio marginal negativo. En 2011 no sólo se vuelve a reducir ligeramente el balance sino que también lo hacen los recursos propios en mayor medida, lo que arroja el confuso resultado de que el ratio marginal sea positivo a pesar de que el apalancamiento lógicamente crezca, como atestigua el ratio medio.

Gráfico nº 18. RATIOS MEDIO Y MARGINAL DE APALANCAMIENTO DE LAS CAJAS Y LAS COOPERATIVAS 1997-2011



Fuente: Eustat y elaboración propia.

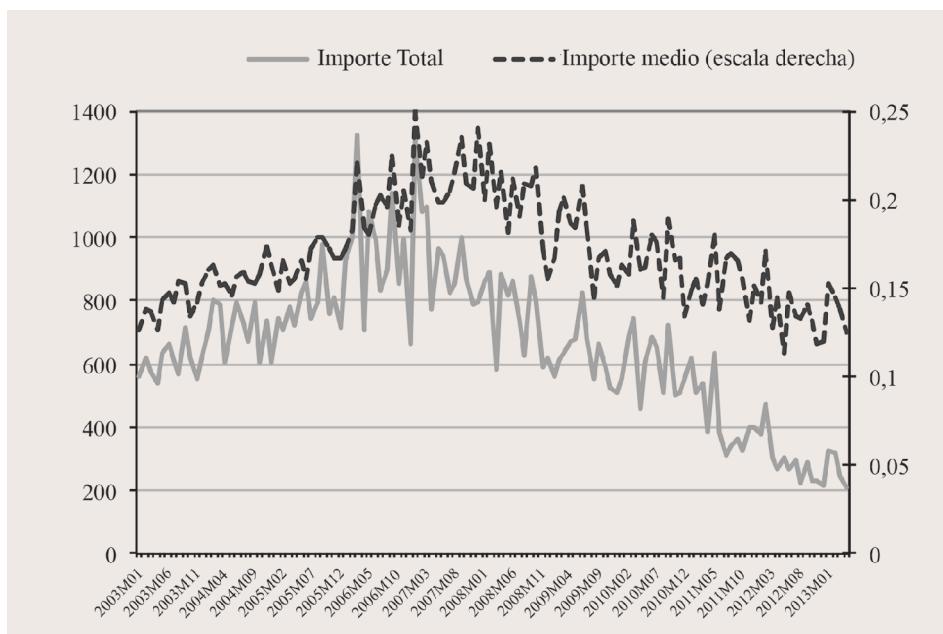
La demostrada solidez de la banca regional vasca dentro del panorama bancario estatal no ha impedido por lo tanto que se llegue a manifestar la dificultad del momento incluso en la antesala de la segunda recesión que obviamente ha debido de exacerbar los problemas. Si la generación de recursos propios es endógena, el deterioro de la cuenta de resultados conduce a procesos de reducción de balance, y por mucho que éste pueda ser objeto de reestructuración, finalmente, tiene que acabar afectando en términos netos a las empresas no financieras, los particulares y las administraciones públicas.

En el caso de la economía vasca, al igual que en buena parte de Europa ya hemos visto que los flujos netos de crédito han sido negativos para el conjunto del sistema bancario, por lo que en el momento actual la cuestión de la financiación se ha con-

vertido en la piedra de toque para juzgar las condiciones de la recuperación económica. La situación es tan especial que incluso se ha abierto un debate en torno a la posibilidad de una recuperación económica sin crédito (Darvas, 2013), por más que de acuerdo con los fundamentos teóricos del funcionamiento de una economía empresarial esa posibilidad refleja una antinomia, porque, como se destacaba en el apartado 2, el ahorro no puede ser superior a la inversión en un momento previo y porque aún en el caso de una recuperación basada en una mayor utilización de la capacidad productiva y no en la inversión, el crédito comercial tiene necesariamente que crecer cuando lo hace el volumen de ventas y actividad.

Cabe pensar sin embargo en circunstancias concretas que puedan salvar en alguna medida la, en principio, irresoluble contradicción, como puede ser la existencia de inyecciones exteriores en la cuenta de capital de la economía o un intenso proceso de deflación de los activos, en particular de la vivienda, ya que como hemos visto el crédito hipotecario tiene un gran peso en la financiación total. Esta última circunstancia es particularmente interesante porque responde a la realidad del momento y porque en teoría cabe pensar que es posible una reasignación del crédito inmobiliario a otras actividades, de modo que deje de alimentar la inflación en los activos fijos y pasa a financiar el incremento de actividad en otros sectores.

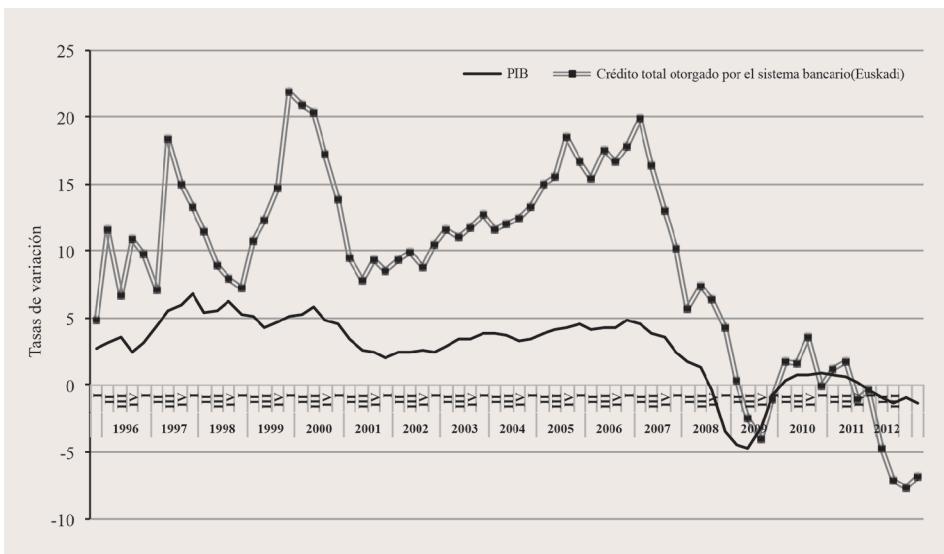
Gráfico nº 19. TENDENCIA RECIENTE DEL NUEVO CREDITO HIPOTECARIO EN EUSKADI ENERO 2003 - ABRIL 2013 (Millones de euros)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

El ajuste en precios del mercado inmobiliario que era del 10% y el 20% respectivamente en la vivienda libre nueva y libre usada, se refleja de forma aún más acusada en el importe medio de las operaciones que ha pasado de superar los 200.000 euros antes de la crisis a situarse por debajo de los 150.000 en el momento actual. Aun así, el ajuste de cantidades es mayor que el de precios, porque la caída del importe total, que en la serie anual anterior suponía pasar a la mitad, en las últimas observaciones se sitúa alrededor de un tercio del valor máximo cercano a los 1.000 millones anterior a la crisis.

Gráfico nº 20. EVOLUCIÓN RECENTE DEL CRÉDITO Y DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO 1996(I) -2013(I) (en %)



Fuente: Eustat y elaboración propia.

El comportamiento del crédito inmobiliario con su tardío pero profundo desplome determina que el crecimiento del crédito total esté siendo más negativo en la segunda recesión que en la primera, a pesar de que ésta última haya tenido una intensidad incomparablemente superior en términos de caída del PIB. Recordemos que las estimaciones de la evolución del crédito hipotecario (gráfico nº 6) en términos de flujos netos pasaban de 3.200 millones en 2010 a 1.200 en 2011 y a -700 en 2012.

Tanto a la vista de la evolución de las hipotecas como de la del crédito en general es muy probable que el ajuste pueda haber tocado fondo¹⁵ y que aún desde una zona negativa podría comenzar a remontar como lo comenzó a hacer tras la primera rece-

¹⁵ La caída del crédito en sus últimas observaciones está influida también por el traspaso de activos a la Sareb (el llamado banco malo), lo que podría suponer una menor tasa de decrecimiento.

sión, si bien en el momento actual el crédito se orientará más en otras actividades productivas debido al estancamiento del crédito inmobiliario. Se trata de una condición necesaria que con el tiempo podría llevar a una cierta recuperación para 2014.

8. CONCLUSIONES

La tradicional falta de atención que la teoría ortodoxa ha prestado a los aspectos de la financiación de la economía regional junto a la dificultad de abordar su estudio aplicado por las enormes lagunas estadísticas, se ha revelado como una fatalidad en la historia reciente, porque ha determinado una vez más una tardía comprensión de algunos fenómenos clave para explicar el comportamiento económico. La evidencia analizada en este artículo demuestra que los procesos de *financiarización* se han enseñoreado también de la economía vasca y cómo el crédito y las operaciones financieras han tenido un protagonismo esencial en los procesos de capitalización, en la inflación de activos y en el crecimiento económico.

El balance de la economía vasca entre 1980 y 2008 fue extraordinario: con un crecimiento anual del 2,3% entre 1980 y 1995 y del 3,9% entre este año y el 2008, se basó en un mantenimiento de los niveles de productividad relativa respecto a la UE 15, al tiempo que un fuerte proceso de capitalización hacía que el empleo aumentase un 42% a pesar de que no hubiera grandes variaciones en el volumen total de población.

Aquel enorme crecimiento extensivo compatibilizado con un apreciable nivel de eficiencia, ocultó dos debilidades fundamentales del modelo: que el crucial mercado español estaba sostenido por una enorme burbuja y que la propia economía vasca participaba de manera no desdoblable en la explosión del crédito.

Aunque la posición exterior de la economía vasca siga siendo un asunto controvertido,¹⁶ los datos que surgen del ámbito patrimonial y financiero indican que la economía vasca ha presentado con carácter ordinario un ahorro financiero neto positivo, o lo que es igual una capacidad de financiación, no ya en el período anterior a 1990 como indican las Cuentas Económicas del Eustat, sino prácticamente hasta nuestros días como sugieren otras estimaciones regionales. Las empresas no financieras y las administraciones públicas apuntan en efecto a un mantenimiento regular de capacidad de financiación, y en el caso de las familias el esperado signo excedentario se habría quebrado con el auge de la inversión en vivienda, en parte además dirigida al exterior.

¹⁶ Ello es debido a la discrepancia existente entre distintas fuentes sobre el volumen del saldo exterior y a indicadores contradictorios que emergen del ámbito patrimonial y financiero como los que se muestran en este artículo. La incertidumbre no desaparecerá hasta que no se produzca un cierre completo de su contabilidad con la incorporación de flujos de rentas y capital y la explicación de su financiación.

El papel de las administraciones es digno de destacar por su aporte al crecimiento y por su posición excedentaria y su activa consolidación fiscal (eso sí, llevada a cabo en parte a costa de la inversión) que les permite desempeñar un papel destacado en la recesión sin incurrir por ello en déficit exagerados, ya que para el conjunto del sector se cifran en la mitad de los máximos alcanzados por la economía española.

270

Pero la existencia de capacidad de financiación de la economía vasca no implica contradicción con el hecho de que la financiación haya tenido un papel estelar en el crecimiento. Por un lado, porque los saldos excedentarios han tendido a reducirse a medida que el auge de la inversión tenía lugar tanto por parte de las familias como de las empresas, por otro porque las empresas se embarcaban en procesos de creación de conglomerados de negocios basados en importantes inversiones financieras que precisaban de dosis crecientes de endeudamiento.

No sorprende por ello que el sistema bancario haya desempeñado un papel principal en el desarrollo ya que el crédito se expandió a largo plazo hasta duplicar los niveles de mediados de los años ochenta, alcanzando un 130% del PIB en el momento previo a la Gran Recesión. Además, la propia banca hacía que la desintermediación de las operaciones ligadas a la innovación financiera quedara vinculada a su negocio a través de los fondos de inversión.

Ese exorbitante papel de la banca desde los años noventa no se entiende sin el auge hipotecario que llegaba a multiplicar por diez el importe de las hipotecas constituidas anualmente, alimentando el boom inmobiliario y unos precios de la vivienda nueva y usada que se multiplicaban por tres en ese mismo periodo que transcurre entre 1994 y 2008. Además, el crédito hipotecario mostró una gran inercia en la recesión, pues mientras el crédito total se desplomaba completamente ya en 2009, aquél se hizo esperar hasta la segunda recesión de 2012.

A pesar de los significativos niveles de rentabilidad, las empresas tuvieron que incurrir en necesidad de financiación a consecuencia de los elevados flujos de inversión fija en el ciclo alcista, pero es que además se dispararon sus volúmenes de inversiones financieras destinadas a la conformación de grupos empresariales dando lugar a unas crecientes necesidades de recursos propios y de endeudamiento. Con una rentabilidad del activo claramente superior al coste de los recursos ajenos, las empresas incrementaron equilibradamente su deuda a largo plazo bien a través de la banca o bien de fuentes alternativas hasta que con la crisis iniciaron un proceso decidido de desapalancamiento.

La cuestión ahora se centra en la vía de salida de la crisis y en cuál puede ser el papel del crédito en la recuperación económica. No hay recuperación posible sin crédito porque la caída de los precios de los activos no proporciona un gran margen de reasignación y porque incluso sin inversión fija el aumento de la capacidad productiva también requiere financiación a corto plazo. Entre tanto, la segunda

recesión ha generalizado la experiencia de experimentar un *credit crunch*, una restricción crediticia vivida de forma claramente asimétrica por la banca y los agentes. Aparte del hecho objetivo del desplome del crédito, las encuestas muestran un alto porcentaje de rechazo total o parcial a las solicitudes de las empresas, mientras que las entidades de crédito se justifican por la menor demanda y el perfil de riesgo de los prestatarios. Esto es precisamente un *credit crunch*: un desplazamiento al alza del riesgo percibido y del margen aplicado para la misma calidad del prestatario. La cuestión que subyace en el fondo es la de si esa restricción de crédito no encubre un *capital crunch*: un proceso de reducción de balances por insuficiencia de capital que bien puede agudizarse en el futuro por los requerimientos de Basilea III. Por escaso que haya sido el impacto de la reestructuración bancaria en el País Vasco, no cabe duda de que la dificultad de generación de recursos y el sobredimensionamiento del sector representan una limitación objetiva. De hecho, puede decirse que lo que podríamos llamar banca regional en el País Vasco registra un proceso de desapalancamiento tras la crisis y el máximo alcanzado en 2007, e incluso en algún año se produce una reducción de balance. Ante esa situación las medidas adoptadas desde el sector público no pueden tener más que un efecto paliativo menor, porque al sistema financiero le corresponde la insustituible misión de dirigir e impulsar el crecimiento mediante la selección de empresas y proyectos. Pero para hacerlo precisa de más capital, porque de lo contrario, al sesgo recesivo debido a la falta de una política macroeconómica europea que merezca ese nombre se le vendría a añadir otro más derivado en este caso del mayor estrechamiento del embudo de la financiación que va a perjudicar el desarrollo de las actividades productivas de las pymes y de las familias.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (1990): *Fundamentos de un Sistema Financiero Público Vasco*, Mimeo.
- (1992): Presentación del estudio *El Ahorro Macroeconómico en el País Vasco*, Estudios nº 6, Departamento de Economía, Planificación y Medio Ambiente, Gobierno Vasco.
- (1995^a): *La Financiación de una Economía Regional*, Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco. Accesible en http://www.economivasca.net/1/publicaciones_313415_3.html
- (1995b): «El proceso ahorro-inversión en una economía moderna: el caso de la economía vasca», incluido en *El papel del Ahorro e Inversión en el Desarrollo Económico*, *Ekonomi Gerizan*, Federación de Cajas de Ahorro Vasco-Navarras.
- (2000): *La cuenta financiera de las economías regionales*, Mimeo. Accesible en <http://www.economivasca.net/1/upload/cuentafinancieraer.pdf>
- (2010): «Economía vasca 1980-2010: tres crisis y una gran transformación». *Ekonomiaz*, 25 Aniversario, 32-95.
- (2013): » Crecimiento, competitividad, progreso técnico y distribución de la renta: análisis de la economía vasca desde 1980 y expectativas hasta 2015», *Ikerketak-Economiaz I, Departamento de Hacienda y Finanzas Gobierno Vasco*, Accesible en http://www.ogasun.ejgv.euskadi.net/r51-19220/es/contenidos/informacion/estudios_publicaciones_dep/es_publica/adjuntos/ikerketak-Economiaz-2013-I.pdf
- ALBERDI, A.; BARRENA, L. Y OLALDE, A. (1994): «Aproximación a las Cuentas Financieras de la economía vasca 1985-1991». *Ekonomiaz*, nº 29, *Gobierno Vasco*.
- ALCAIDE GUINDO, P. (2011): *Balance económico regional*, FUNCAS.
- ANDRÉS, J.(2013): «La restricción exterior de la economía española II. Márgenes y costes salariales», <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=30418>, acceso el17-6-2013.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2011): *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y los sistemas bancarios*, Comité de Supervisión Bancaria.
- CABRALES, A. (2011): «Basilea III: lo bueno, lo feo y lo malo». <http://www.fedeablogs.net/economia/?p=16985>. (accedido 18-7-2013)
- CARBÓ VALVERDE, S. (2004a): «Diez hechos estilizados del sector bancario en España (1982-2004)». *Papeles de Economía Española*, nº 100.
- (2004b): «Sistema financiero y crecimiento: Panorama y evidencia de las regiones españolas». *Papeles de Economía Española*, nº 101.
- CHICK, V. (1986): «The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest». *Economies et Societes*, nº8, pp 111-126.
- DARVAS, Z. (2013): «Can Europe recover without credit?», *Bruegel Policy Contribution*, 3, disponible en <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit/>, acceso el 17-6-2013.
- Dow, S.C. (1986): «The capital account and Regional Balance of Payments Problems, *Urban Studies*, 23(2), pp 173-184.
- (1987): «The Treatment of Money in Regional Economics», *Journal of Regional Science*, 27(1), pp 13-24.
- (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar.
- Dow, S. C. AND RODRÍGUEZ FUENTES, J. (1997): «Regional Finance: A Survey», *Regional Studies*, vol. 31, 9, pp. 903-920.
- EUROPEAN COMMISSION, (2013): «Financial assistance programme for the recapitalisation of financial institutions in Spain. Third review of the programme, *Occasional Papers*, nº 155, July.
- GAVILÁN, A. (2010): «Impacto macroeconómico del reforzamiento de los requisitos de capital y liquidez, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 19, Banco de España.
- IKEI.(1992): *El ahorro macroeconómico en el País Vasco*. Estudios de Economía nº 6. Departamento de Economía, Planificación y Medio Ambiente, Gobierno Vasco.
- KEYNES, J. M. (1936):» *The General Theory of Employment, Interest and Money*», Macmillan,Londonrsity Press for The Royal Econom-

- ic Society. Traducción al español de Fondo de Cultura Económica de 1974: *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*.
- (1973):» *The Collected Writings of John Maynard Keynes volume XVI. The General Theory and After, Part II Defence and Development* », Macmillan, Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- MARTÍNEZ DE ALEGRIÁ, P Y BERISTAIN ETXABE , I. (2010): «El sistema financiero vasco: evolución de las entidades de depósito en la Comunidad Autónoma de Euskadi 1980-2009». *Ekonomiaz*, 25 Aniversario 184-193.
- ONTIVEROS, E Y VALERO, F. J. (2004): «La transformación de los mercados de valores». *Papeles de Economía Española*, nº 100.
- RATNOVSKI, L. (2013): «How much capital should banks have?», <http://www.voxeu.org>, publicado el 28 de Julio.
- REPULLO, R. (2012): «The Elephant in the Basel Room, 25th Anniversary of the Financial Markets Group, London School of Economics, 26-27 January.
- RODRÍGUEZ DE CODES ELORRIAGA, E. (2010): «Las nuevas medidas de Basilea III en material de capital, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 19, Banco de España.
- RUSCHER, E AND WOLF, G. (2012): «Corporate balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences», *Economic Papers*, nº 449, *European Economy*, European Commission.
- SCHUMPETER, J. A. (1967, 1912): *Teoría del desenvolvimiento económico*. Fondo de Cultura Económica.
- VILLAR BURKE, J (2013): «The bonsai and the gardener: using flow data to better asses financial sector leverage», *Economic Papers*, nº 500, *European Economy*, European Commission.
- WOLF, M (2013): «Japan' unfinished policy revolution», *Financial Times*, April 9th.

El patrón del crecimiento potencial de la economía vasca entre 1970 y 2020: ¿Puede ser considerado un modelo a seguir?

En los últimos cuarenta años, la tasa media anual de crecimiento del PIB per cápita del País Vasco se ha situado en torno al 1,7%, valor que se eleva por encima del 2% si consideramos sólo los últimos veinte años, resultado de un patrón de crecimiento económico en el que la productividad por hora de la mano de obra, y el comportamiento procíclico del mercado de trabajo han resultado fundamentales. Así, entre 1970 y 1992, al igual que entre 2006 y 2011, las ganancias en esa productividad, por encima del PIB, han impulsado el crecimiento económico. Si bien, mientras en el primer periodo es la acumulación de capital el factor esencial, en el segundo lo es el progreso tecnológico. Frente a ellos, el periodo comprendido entre 1993 y 2005, en el que el mercado de trabajo ha sido el factor determinante. Aunque el País Vasco está soportando mejor que otras regiones españolas la actual crisis económica, cabe señalar que siempre que se embarque en un proceso de convergencia, y cierre la brecha tecnológica que mantiene con la economía estadounidense, el País Vasco podría recuperar una tasa media de crecimiento del producto potencial en torno al 2,6%.

Euskadiren per capita BPGren hazkundearen urteko batez besteko tasa, azken berrogei urteetan, % 1,7 ingurukoa izan da, eta % 2tik gorakoa ere izan da azken hogeい urteak aintzat hartuta; izan ere, hazkunde ekonomikoaren eredu funtsezkoak izan dira eskulanaren orduko produktibitatea eta lan-merkatuaren portaera proziklikoa. Hala, produktibilitate horren BPGtik gorako irabaziek hazkunde ekonomikoa bultzatu dute 1970 eta 1992 bitartean, baita 2006 eta 2011 artean ere. Lehenengo aldian kapital-metaketa izan da funtsezko faktorea, bigarrenean, berriz, aurrapen teknologikoa. Horien aurrean, 1993 eta 2005 bitarteko aldia dugu, faktore erabakigarritzat lan-merkatua izan duena. Antza denez, Espainiako beste eskualde batzuk baino hobeto pairatzen ari da egungo krisi ekonomikoa Euskadi; halere, konbergentziako prozesu batean murgildu behar du AEBetako ekonomiarekin duen arrail teknologikoa ixteko, eta, era horretan, produktu potentzialaren hazkundearen % 2,6 inguruko batez besteko tasa berreskuratzeko.

In the last forty years, the average annual growth rate of GDP per capita in the Basque Country is around 1.7%, which rises above 2% if we consider only the last twenty years. It is due to a pattern of economic growth where the labour productivity per hour worked, and the procyclical behaviour of labour market have been essentials. Between 1970 and 1992 and between 2006 and 2011, the labour productivity gains have promoted economic growth. In the first period, capital accumulation has been the key factor, while in the second, it has been the technological progress. However, between 1993 and 2005, the labour market has been the determining factor. During the current economic crisis, the Basque Country is behaving better than other Spanish regions, so if it embarks on a process of convergence, and closes the technology gap with the U.S., we can forecast that, in the medium-term, the Basque Country could recover an average rate of potential growth around 2.6%.

**Antonio Calvo-Bernardino
Ana Cristina Mingorance-Arnáiz
Carolina Bermejillo-Ibáñez**

Universidad CEU San Pablo

275

Índice

1. Introducción
 2. Los hechos estilizados
 3. La estimación del PIB potencial: la función de producción
 4. Estimaciones y proyecciones del crecimiento potencial
 5. El crecimiento potencial del País Vasco hasta 2020 y sus factores determinantes
 6. Conclusiones
- Referencias bibliográficas
- Fuente estadísticas
- Anexo y apéndice

Palabras clave: Patrón de crecimiento potencial; productividad total de los factores; País Vasco.

Keywords: Pattern of potential growth, Total factor productivity, Basque Country.

Nº de clasificación JEL: O11; O40, R11.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este artículo, es determinar si el País Vasco constituye un modelo a seguir por el resto de las comunidades autónomas españolas a la luz de los factores que han venido impulsando su crecimiento potencial en las últimas décadas, así como de acuerdo a su posible evolución a lo largo de la presente década.

Hay que tener en cuenta que, desde mediados de los años 90 el País Vasco viene mostrando una tendencia creciente en su PIB per cápita, tendencia que se ha mantenido pese a la actual crisis económica. Este hecho resulta especialmente llamativo si tenemos en cuenta que la crisis ha supuesto caídas en ese indicador en casi toda España, y sólo el País Vasco y Castilla y León han logrado mantener sus tendencias alcistas, hasta el punto de situarse en la actualidad casi un 40% por encima de la media nacional.

Sus altas tasas de crecimiento económico, unido a la estabilidad demográfica, le hacen destacar en el conjunto de nuestras comunidades, y nos lleva a preguntarnos por los factores que lo han impulsado, así como a valorar, en el contexto actual de crisis económica, y con el horizonte de la presente década, si ese patrón será adecuado para lograr una senda de crecimiento potencial estable y duradera que le permita seguir a la cabeza de las comunidades autónomas españolas durante los próximos años, o si se precisarán revisiones en su estructura productiva que le permitan seguir siendo un modelo a imitar por el resto de comunidades.

Para alcanzar ese objetivo general básico, en el presente artículo vamos a plantear la siguiente línea de trabajo: en primer lugar, efectuaremos un análisis comparativo de la evolución del PIB per cápita, como una medida del bienestar económico, del País Vasco en relación con el de otras economías regionales españolas, en donde constataremos ese diferencial favorable de la economía vasca, que nos servirá de punto de partida para profundizar en los factores que lo han alimentado.

En segundo lugar, vamos a presentar un modelo que sirva de base para realizar los estudios y proyecciones correspondientes, así como para determinar los factores que han contribuido, y seguirán impulsando, el crecimiento potencial de esta región. En concreto, para su elaboración seguimos el método de la contabilidad del crecimiento¹, utilizando para ello una función de producción, lo que permite construir escenarios alternativos sobre la trayectoria futura del crecimiento potencial a medio plazo, aumentando las posibilidades de que su evolución se encuentre, a lo largo de la década actual, dentro de las estimaciones realizadas.

En tercer lugar, y una vez especificado el modelo, procederemos a estimar el crecimiento potencial del País Vasco en los últimos decenios, y en la actualidad. En lo referido al pasado, nos remontaremos hasta 1970 y analizaremos el patrón de crecimiento potencial de esta región.

Posteriormente, lo comparamos con el mostrado por otras comunidades autónomas, tras lo cual se señalarán las principales diferencias que se observan en sus patrones de crecimiento, lo cual resultará de una gran utilidad para efectuar posteriormente unas proyecciones de resultados para la década actual.

Para esa proyección será necesario determinar la evolución de las variables implicadas; en concreto, la demografía, el mercado de trabajo, el capital físico y humano y la productividad total de los factores, y lo haremos proyectando tres escenarios de evolución para cada una de ellas.

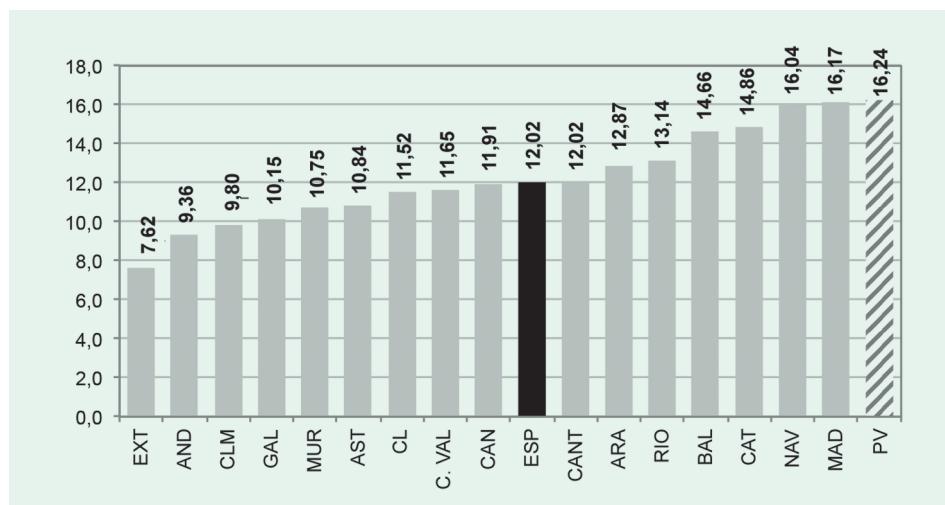
¹ Han sido varios los trabajos que han aplicado este método al análisis de las fuentes de crecimiento de la economía vasca desde diversas perspectivas. Entre ellos Erazkin-Iurrita (2008 y 2011); Alberdi (2001 y 2010), Gallastegui (2000), Escribá y Murgui (2009), Mas y Navarro (2012), además de los trabajos realizados desde el IVIE.

Finalmente, una vez construidos estos escenarios, destacaremos la contribución estimada de cada uno de los factores productivos al crecimiento potencial de esta comunidad y haremos una comparación con algunas otras regiones de mayor nivel de desarrollo. Todo ello nos permitirá obtener conclusiones y ofrecer recomendaciones de política económica sobre posibles actuaciones futuras con el fin de mejorar su patrón de crecimiento.

2. LOS HECHOS ESTILIZADOS

Pese a existir numerosas variables que nos permiten identificar el nivel de bienestar de las economías, una de las más empleadas, es el PIB per cápita².

Gráfico nº 1. PIB PER CÁPITA MEDIO (1970-2011) EN MILES DE EUROS DE 2000



Fuente: Elaboración propia con datos INE, IVIE y BdMores.

² Tradicionalmente se ha recurrido al PIB per cápita para medir el nivel de bienestar de un país por las ventajas que presenta, y entre las que se cuentan su completa consolidación académica, estadística e institucional, y el hecho de que permita la comparación sincrónica y diacrónica. Son muchas las críticas que han recaído sobre la consideración de esta variable: no es capaz de reflejar las dimensiones no económicas del bienestar; no deduce las producciones negativas como la contaminación; sólo recoge los medios de bienestar que son objeto de transacción mercantil; no tiene en cuenta el nivel de ocio del que disfrutan los ciudadanos; no considera la desigualdad en la distribución de la renta (véase Somarriba-Arechavala y Pena-Trapero (2008)). Fruto de estas críticas, en los últimos decenios se han desarrollado indicadores sintéticos con los que medir el bienestar. Entre ellos, el Índice de Bienestar Económico Sostenible de Daly y Cobb (1989), que centra su atención en la degradación del medio ambiente y la distribución de los ingresos; el Índice de Progreso Social, que tiene en cuenta no sólo aspectos económicos, sino también sociales; o el Índice de Desarrollo Humano que considera, junto a aspectos económicos como el PIB per cápita, otros relacionados con la salud y la educación. Para un análisis de estos indicadores alternativos pueden consultarse los trabajos de Pena-Trapero (2009) y Phélon (2011).

Una primera valoración sobre el nivel y la evolución de esa medida del bienestar en las comunidades autónomas se recoge en los gráficos nº 1 y 2, donde se muestra, en el primero de ellos, el PIB per cápita medio en el periodo 1970-2011, y en el segundo, su evolución, para el mismo periodo. En el primero se observa cómo, el País Vasco, con más de 16.000 € por habitante, es la comunidad con mayor nivel de bienestar, muy por encima de la media española; y tan sólo Madrid y Navarra logran acercarse.

No obstante, al tratarse de un período tan largo de tiempo (más de 40 años), esa situación media del PIB per cápita puede que no se haya comportado de forma regular, por lo que resulta necesario conocer su evolución en esa dimensión temporal. Así, como observamos en el gráfico nº 2, en efecto, ha habido fluctuaciones en las posiciones que han ocupado las comunidades, pero podemos afirmar que, en general, las que se han mantenido en cabeza han sido siempre las mismas, lo mismo que ha ocurrido con las que se encuentran en los últimos puestos.

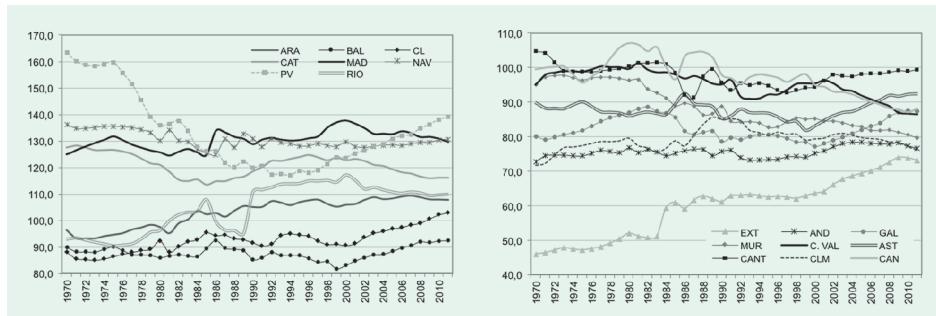
Así, por un lado, tenemos un grupo (Aragón, Baleares, Cataluña, Madrid, Navarra, País Vasco y La Rioja) con un PIB per cápita relativo superior a la media durante todo el período analizado, al que se agrega Castilla y León, que, pese a tener un nivel de bienestar inferior a la media en gran parte del período, logra situarse por encima de ella en los últimos años analizados.

Dentro de este primer grupo cabe destacar al País Vasco. De acuerdo con Alberdi (2010), y con el propio contenido del gráfico, ha conocido desde 1970 tres etapas diferenciadas: una primera de declive, una segunda de recuperación y una tercera de despegue; etapas que no son en absoluto tan evidentes en el resto de las regiones españolas³. La primera responde a la situación de crisis profunda y su prolongación en el País Vasco, que no remonta hasta la segunda mitad de los años ochenta, a partir de la adhesión de España a las entonces comunidades europeas. La segunda etapa se corresponde con buena parte de los años noventa (hasta 1998 aproximadamente), que fue una década de recuperación del crecimiento real, pero de mantenimiento en términos relativos respecto al de la economía española (con un 30% de crecimiento real del PIB por habitante, se sitúa en 1997 en el mismo valor que tenía en 1988). Por último, en la siguiente década se produce el despegue de esta economía, que le lleva a un PIB por habitante de casi 40 puntos por encima del español.

³ La observación del gráfico nº 2 permite comprobar la diferente evolución del PIB per cápita vasco, con una caída espectacular en los años setenta y una recuperación no menos importante sobre todo en el siglo actual. Ninguna otra economía regional española ha seguido esa tendencia tan negativa al principio y la senda de recuperación posterior; si acaso, un crecimiento continuo y relevante en este siglo lo han seguido regiones que se encuentran por debajo del nivel español, como son los casos de Extremadura, Galicia, Asturias, y, en menor medida, Cantabria. Como ya indicamos, en esa tendencia de crecimiento por encima del nivel nacional solo se encuentra Castilla y León gracias a la evolución de su PIB per cápita en este siglo.

Así pues, el incremento de más de 20 puntos, que desde la segunda mitad de los noventa se observa en su PIB per cápita relativo, hacen del País Vasco la región que ha experimentado un mayor crecimiento en su nivel de bienestar.

Gráfico nº 2. EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA RELATIVO (media =100)



Fuente: Elaboración propia con datos INE y BdMores.

Por otro lado, tenemos a aquellas otras comunidades autónomas que a lo largo del período considerado presentan un nivel de bienestar relativo inferior a la media, y entre las que se observa, a diferencia del caso anterior, una cierta convergencia en sus niveles de PIB por habitante. Así, la distancia inicial de más de 35 puntos entre Extremadura y Canarias, se reduce a poco más de 25 en el último año considerado (Extremadura y Cantabria). El motivo de este acercamiento no es otro que el buen comportamiento mostrado por Extremadura (aunque no tan positivo como en el caso del País Vasco), pues pese a iniciar el período muy lejos del resto, logra acercarse mucho a Andalucía, Castilla-La Mancha y Murcia al final del mismo. Este hecho se ve acompañado por la estabilidad que muestra la comunidad cántabra, que logra mantenerse, a lo largo de los últimos diez años analizados, a la cabeza de este grupo de regiones, debido en parte al retroceso experimentado por la comunidad valenciana y Canarias.

Una vez analizada la evolución del PIB per cápita, es igualmente importante comprender los motivos de ese comportamiento. Para ello, en el cuadro nº 1 descomponemos la tasa de crecimiento del PIB per cápita, para cada una de las comunidades autónomas, en sus dos componentes (PIB real y población), lo que nos permitirá realizar algunas valoraciones adicionales⁴.

⁴ El cálculo de los datos recogidos en el cuadro nº 1 se efectúa para los últimos quince años, divididos en períodos medios quinquenales, que se corresponden, los dos primeros con una etapa expansiva de la economía española en general, más intensa en el primero como hemos visto, y como podemos comprobar en la propia tabla, y el último con el período de crisis actual. Aunque podríamos haber llevado los cálculos al inicio del período contemplado en el artículo, y dividirlo en similares intervalos quinquenales, con el fin de homogeneizar el planteamiento, resulta a nuestros efectos más significativo

**Cuadro nº 1. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO ANUAL
DEL PIB PER CÁPITA (%)**

	PIB per cápita			PIB			Población		
	1995-2000	2001-2006	2007-2011	1995-2000	2001-2006	2007-2011	1995-2000	2001-2006	2007-2011
Andalucía	3,83	2,31	-1,08	4,20	3,73	0,01	0,36	1,39	1,10
Aragón	3,39	2,15	-0,93	3,58	3,37	0,12	0,19	1,19	1,06
Asturias	2,62	2,96	-0,11	2,33	2,97	-0,03	-0,28	0,01	0,09
Baleares	2,26	-0,46	-1,67	4,56	2,37	0,44	2,26	2,86	2,15
Canarias	2,83	0,78	-1,14	4,25	3,35	0,12	1,39	2,55	1,28
Cantabria	3,18	2,33	-0,46	3,42	3,48	0,40	0,23	1,13	0,87
Castilla y León	2,54	2,90	0,41	2,31	3,20	0,69	-0,23	0,29	0,28
Castilla-La Mancha	2,96	1,69	-1,53	3,41	3,53	0,28	0,44	1,82	1,83
Cataluña	3,29	1,03	-1,05	3,94	3,25	0,04	0,63	2,20	1,11
C. Valenciana	4,17	0,83	-1,65	4,68	3,45	-0,42	0,48	2,60	1,26
Extremadura	3,53	3,35	0,13	3,54	3,62	0,55	0,02	0,26	0,42
Galicia	2,62	2,91	0,34	2,47	3,13	0,54	-0,15	0,22	0,20
Madrid	4,34	1,16	-1,31	5,21	3,60	0,22	0,83	2,42	1,56
Murcia	3,63	0,98	-1,24	4,84	3,98	0,16	1,16	2,98	1,42
Navarra	3,45	1,49	-0,33	4,67	3,22	0,96	1,18	1,71	1,30
País Vasco	4,34	2,75	0,35	4,16	3,10	0,62	-0,17	0,34	0,26
La Rioja	3,88	0,64	-0,76	3,89	3,15	0,29	0,01	2,50	1,06
MEDIA	3,35	1,75	-0,71	3,85	3,32	0,29	0,49	1,56	1,02

Fuente: Elaboración propia con datos del INE y BdMores.

Con carácter general, con las excepciones de Asturias, Castilla y León, Extremadura, Galicia y País Vasco, el crecimiento de la producción por habitante se ha sustentado en el dinamismo de la actividad económica (el numerador), más que en un bajo crecimiento de la población (el denominador). Si bien, este comportamiento no ha sido estable a lo largo del período.

El intervalo entre 1995 y 2000 destaca por ser en el que se produce el mayor crecimiento del PIB por habitante, derivado tanto del fuerte crecimiento del PIB, como de las bajas tasas de crecimiento de la población, que en algunas comunidades autónomas llegan a ser negativas (tal es el caso de Asturias, Castilla y León, País Vasco y Galicia) o casi nulas (La Rioja y Extremadura). Por comunidades, y para este mismo período, debemos señalar los casos de Madrid y País Vasco, ambas con un creci-

hacerlo para el intervalo considerado, que, en cualquier caso, es suficientemente amplio como para obtener algunas conclusiones relevantes, como vamos a pasar a exponer a continuación.

miento medio del PIB per cápita del 4,34%. Si bien, los factores en los que el mismo se apoya difieren, pues mientras en la primera comunidad el crecimiento del PIB real supera los 5 puntos porcentuales, siendo el crecimiento demográfico positivo, en el País Vasco el crecimiento negativo de su población supone un pequeño impulso para el fuerte aumento de aquel.

Durante el segundo intervalo considerado, también de expansión económica, 2001-2006, el crecimiento del PIB per cápita se desacelera considerablemente con respecto al anterior, y sólo Extremadura consigue alcanzar tasas medias de crecimiento superiores al 3%. Mención especial merecen los casos, por un lado, de Asturias, Castilla y León y Galicia, quienes logran superar la tasa media de crecimiento del período anterior, y por otro, Baleares, por ser la única que alcanza tasas negativas. Si bien, esta desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB por habitante no se corresponde con un decrecimiento de la producción, que, a pesar de ser menor que en el período anterior, sigue mostrando un crecimiento bastante elevado, superior al 2%, sino más bien con un mayor crecimiento demográfico apoyado fundamentalmente en la inmigración⁵.

Por último, durante el tercer intervalo considerado, que arranca con la crisis económica, se observa una clara reducción de ese indicador del bienestar en la mayor parte de las comunidades. Así, las tasas de crecimiento positivas que en este período presentan Castilla y León, Extremadura, Galicia y País Vasco, contrastan con las del resto, en las que su desaceleración, en mayor o menor medida, se hace patente. El motivo se encuentra, fundamentalmente, en un crecimiento medio anual del PIB que, aunque positivo, no resulta suficiente para compensar un crecimiento demográfico que, salvo excepciones (Cataluña, Comunidad Valenciana, Madrid, Murcia y La Rioja), se ha mantenido en valores próximos a los del período de expansión.

3. LA ESTIMACIÓN DEL PIB POTENCIAL: LA FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN

El producto potencial de una zona geográfica puede analizarse bajo dos enfoques, por un lado, el estadístico, debiendo interpretarse como el componente tendencial o «suavizado» de la serie del producto real; y, por otro, el económico, que asocia el PIB potencial con la capacidad sostenible de la oferta agregada, determinada por la estructura productiva, el estado de la tecnología y los factores de producción disponibles, de modo que no se creen presiones inflacionistas (Banco Central Europeo, 2000 y 2011).

⁵ Aunque haya una expansión económica el crecimiento del PIB se desacelera en este segundo período, no ocurre así en todas las comunidades. Así, en los casos de Asturias, Castilla y León, Galicia, Cantabria, Castilla-La Mancha y Extremadura la tasa de crecimiento de la producción mejora respecto a la del período anterior.

Su utilidad radica en dos hechos, en primer lugar, en que su desviación porcentual en relación al valor efectivo del PIB permite obtener la brecha de producción, o «*output gap*», que desde un punto de vista macroeconómico, sirve como indicador de las presiones inflacionistas. En segundo, en que su tasa de crecimiento establece una medida de las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía. Sin embargo, su valor está sometido a una gran incertidumbre y es objeto de una continua revisión, porque junto al stock de capital y trabajo, la estructura productiva y el estado de la tecnología, existen otras variables, como el marco jurídico y económico en el que se desenvuelve un país, que lo condicionan notablemente⁶.

A pesar de las dificultades que existen para la medición del crecimiento potencial, y de las ambigüedades conceptuales respecto al mismo, los investigadores económicos vienen utilizando dos técnicas para tratar de evaluarlo, que si bien no permiten conocer su valor exacto, sí dan un valor aproximado: por un lado, los métodos estadísticos, por otro, aquellos basados en la estimación de relaciones estructurales. Además, en los últimos años han surgido métodos semiestructurales que complementan a los filtros de carácter multivariante con información económica, generalmente la curva de Phillips o la ley de Okun, resultando mucho más adecuados que los métodos estadísticos de carácter univariante [véase, por ejemplo, Benes *et al.* (2010), Lemoine *et al.* (2008), Orphanides y van Norden (2000, 2002), Gerlach y Smets (1999), Staiger *et al.* (1997) y Kuttner (1994)]⁷. En la literatura especializada se suelen utilizar como métodos de estimación más frecuentes el filtro de Hodrick-Prescott (HP), el de Kalman, los modelos VAR y el método basado en la función de producción, que es el que empleamos en el presente trabajo, siguiendo, entre otros, a Hernández de Cos *et al.* (2011), Mc Morrow y Röger (2007) y Estrada *et al.* (2004).

El método de la contabilidad del crecimiento basado en la función de producción, presenta una serie de ventajas que la hacen especialmente útil. Así, entre otras, en primer lugar, es el método empleado por los principales organismos internacionales (Comisión Europea, OCDE y FMI); además, bajo determinadas hipótesis factibles sobre la evolución futura de variables demográficas, del mercado de trabajo, y tecnológicas, es posible construir escenarios alternativos sobre la trayectoria más probable de la tasa de crecimiento del producto potencial a medio y a largo plazo.

⁶ Factores tales como el sistema tributario, las leyes sobre la propiedad, la eficiencia de los sistemas jurídico y educativo, las regulaciones de los mercados de productos, o la existencia de un marco monetario y económico estable, condicionan el crecimiento potencial (Banco Central Europeo, 2008 y 2011).

⁷ Un resumen de los diferentes métodos de estimación empleados, así como de las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos, puede consultarse en Conway y Hunt (1997), Claus (2000), Cerra y Saxena (2000), Cotis *et al.* (2003), Mishkin (2007) y Konuki (2008). En Cotis *et al.* (2003), así como en Doménech y Gómez (2003), se pone de relieve que para la mayoría de países la correlación del PIB estimado bajo los diferentes métodos se sitúa entre el 0,7 y el 0,9, reflejando que, pese a las diferencias que puedan obtenerse, los diferentes métodos de estimación describen sendas similares del PIB potencial. A conclusiones similares llegaron, para el caso de la UE, Mc Morrow y Röger (2001) y Chagny y Döpke (2001) y, para el caso de la economía española, Corrales *et al.* (2002).

En tercero, al basar la estimación en el comportamiento de la economía, y en concreto, en el de las variables demográficas, del mercado de trabajo y en los determinantes de la productividad de la mano de obra, permite identificar y cuantificar los hechos económicos subyacentes que explican la evolución del producto potencial y los factores responsables de sus variaciones, pudiendo así realizarse recomendaciones de política económica que permitan mejorar el crecimiento. Finalmente, aunque el método de estimación es sensible a factores cíclicos, su volatilidad, como se pone de manifiesto en Cotis *et al.* (2003), es relativamente baja.

Pese a estas ventajas, no debemos dejar de señalar algunas de las dificultades que entraña este método, y que descansan, entre otros factores, en la especificación de la función de producción, la aceptación de rendimientos constantes a escala, y la estimación de la tendencia de la productividad total de los factores (PTF) o también llamada progreso tecnológico, dificultades que se unen a la simple estimación de la producción potencial y que exige utilizar, junto a la función de producción, métodos estadísticos y econométricos.

Partiendo pues de lo anterior, recogemos a continuación el método que hemos empleado para la construcción de la tasa de crecimiento del PIB potencial del País Vasco, así como para su estimación hasta el 2020.

En primer término, el PIB per cápita se puede descomponer de acuerdo a la siguiente identidad en cada período de tiempo t :

$$\frac{PIB_t}{L_t} \equiv \frac{PIB_t}{H_t} \frac{H_t}{L_t^d} \frac{L_t^d}{L_t^s} \frac{L_t^s}{L_t^{15-64}} \frac{L_t^{15-64}}{L_t} \quad [1]$$

donde el PIB per cápita se expresa como el producto de:

- i. La productividad de la mano de obra por hora trabajada (PIB/H)
- ii. El promedio de horas trabajadas por persona ocupada (H/L^d), siendo L^d el número de personas empleadas
- iii. La tasa de empleo (L^d/L^s), siendo L^s la oferta de mano de obra
- iv. La tasa de actividad o población activa (L^s/L^{15-64}), siendo L^{15-64} la población en edad de trabajar
- v. La estructura demográfica de la población (L^{15-64}/L), en donde L representa la población total

Tomando la primera diferencia del logaritmo de la expresión [1] se aproxima la identidad en función de tasa de crecimiento:

$$\Delta \ln \frac{PIB_t}{L_t} \equiv \Delta \ln \frac{PIB_t}{H_t} + \Delta \ln \frac{H_t}{L_t^d} + \Delta \ln \frac{L_t^d}{L_t^s} + \Delta \ln \frac{L_t^s}{L_t^{15-64}} + \Delta \ln \frac{L_t^{15-64}}{L_t} \quad [2]$$

donde la tasa de crecimiento del PIB per cápita se expresa como la suma de la tasa de crecimiento de la productividad por hora de la mano de obra, la tasa de crecimiento de las horas promedio trabajadas, el crecimiento de la tasa de empleo, el crecimiento de la tasa de actividad y el crecimiento de la población en edad de trabajar por habitante.

Por tanto, la evolución temporal del PIB per cápita viene determinada por la evolución de los componentes que figuran en la expresión [2], de entre los cuales únicamente la productividad por hora de la mano de obra puede presentar una tasa de crecimiento positiva a largo plazo, pues a largo plazo, el crecimiento de las horas promedio trabajadas, la tasa de empleo, la tasa de actividad, y la estructura de la población, está acotado por sus respectivos límites [véase Doménech *et al.* (2008)]⁸.

Este hecho nos obliga a profundizar en los factores determinantes de esa productividad por hora trabajada, para lo que suponemos, en primer lugar, que la producción agregada de la economía está adecuadamente representada por una función de producción de tipo Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala sobre el capital y el trabajo en cada período de tiempo t :

$$Y_t = A_t \cdot K_t^\alpha \cdot (h_t \cdot L_t^d)^{1-\alpha} \cdot \exp^{\beta \cdot s_t} \quad [3]$$

Donde Y es el PIB, A es la productividad total de los factores (PTF)⁹, K el stock de capital físico productivo total, h es el número de horas promedio trabajadas por ocupado, L^d (por lo tanto, $h_t L_t^d = H_t$) el número de ocupados, y S es el capital humano por trabajador, medido, en línea con Doménech *et al.* (2008), por los años promedio de escolarización¹⁰. Bajo el supuesto de que los mercados de productos y

⁸ Aun así, los cambios que pudieran producirse a medio plazo en la evolución de estas variables, tales como un cambio en la edad de jubilación obligatoria, un incremento en los movimientos migratorios de la población, o un incremento en la tasa de incorporación de la mujer al mercado de trabajo, entre otros, influirían significativamente en el perfil temporal del nivel de bienestar de la economía.

⁹ La PTF recoge el conjunto de factores que determinan el progreso técnico, entre los que destaca el capital tecnológico, la calidad del capital humano, el sistema de regulación, el entorno macroeconómico, la composición sectorial de la economía y el tamaño de las empresas, en definitiva, todo lo que, influyendo en el crecimiento económico, no se ha considerado en las variables capital físico, capital humano o trabajo [véase Doménech (2008)]. Es decir, la PTF recoge tanto los posibles errores de medición, como las variables omitidas en el análisis y que influyen en el crecimiento del PIB.

¹⁰ La forma en que tradicionalmente se presenta la función de producción no desagrega el capital humano. No obstante, la relevancia que el mismo está adquiriendo en el crecimiento de la productividad de la mano de obra y, por ende, del bienestar, nos lleva a considerar una función de producción en la que este factor aparezca de forma desagregada, como también realizan otros trabajos [véase Cohen y Soto (2007), De la Fuente (2005), De la Fuente y Doménech (2001a, 2001b y 2008) y Doménech (2008)]. Por otro lado, y aunque el promedio de los años de escolarización es la variable

de factores operan en competencia perfecta, el parámetro α que mide la elasticidad del producto respecto al factor capital, es la proporción del valor añadido correspondiente a las rentas del capital. Igualmente, $(1 - \alpha)$ es la proporción del valor añadido correspondiente a las rentas del trabajo, y mide la elasticidad del producto con respecto al factor trabajo. Finalmente, el parámetro β es la elasticidad del producto con respecto al capital humano y mide, por tanto, el efecto sobre la renta del nivel de formación, estimando así la rentabilidad de la inversión en educación¹¹.

Esta ecuación [3], de acuerdo a su formulación, permite obtener la senda temporal de la *PTF* como componente residual, una vez que se disponga de series temporales de producción, stock de capital, horas totales trabajadas y capital humano, y se formulen supuestos factibles sobre los parámetros α y β de la función de producción.

Rescribiendo la ecuación [3] en función de la relación capital-output (K/Y), se obtiene¹² la siguiente expresión de la productividad por hora trabajada:

$$\frac{Y_t}{H_t} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \cdot \left(\frac{K_t}{Y_t}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \cdot \exp^{\frac{\beta \cdot s_t}{1-\alpha}} \quad [4]$$

Finalmente, tomando logaritmos a la expresión [4] y primeras diferencias, la tasa de crecimiento de la productividad se expresa como:

$$\Delta \ln \frac{Y_t}{H_t} = \frac{1}{1-\alpha} \Delta \ln A_t + \frac{\alpha}{1-\alpha} \Delta \ln \frac{K_t}{Y_t} + \frac{\beta}{1-\alpha} \Delta s_t \quad [5]$$

donde la tasa de crecimiento de la productividad por hora trabajada depende de la evolución del progreso tecnológico, del crecimiento de la ratio capital-output, y de la evolución de los años de escolarización.

habitualmente empleada por la literatura especializada para medir el capital humano, cabe destacar que ésta no incluye la formación universitaria de tercer ciclo (másters y doctorado), ni los conocimientos que provienen de la formación no reglada como es la formación continua y permanente dentro de la empresa o la experiencia laboral. Además, tal y como se indica en De la Fuente y Doménech (2006a) y De la Fuente *et al.* (2005), no incluye el ajuste por calidad de la enseñanza, factor con gran influencia en la productividad de la mano de obra [véase Estrada *et al.* (2006), Hanushek y Woessmann (2007, 2009)] y que queda, por tanto, recogido en la *PTF*.

¹¹ La elasticidad del producto respecto al capital humano, β , se define, en palabras de De la Fuente y Doménech (2006a), como «*la tasa de descuento que iguala el valor presente descontado del flujo de incrementos de renta generados por un incremento marginal del nivel medio de formación con el valor descontado de los costes relevantes, incluyendo el coste de oportunidad que comporta la retirada, al menos parcial, del mercado de trabajo de los individuos en formación*». En cualquier caso, debemos ser conscientes de que dichos parámetros son un valor aproximado, pues en la estimación se supone que un aumento del nivel educativo se obtiene enviando a todo el mundo a la escuela el tiempo necesario, en vez de hacerlo mediante un aumento gradual en los años de estudio de las cohortes más jóvenes.

¹² Véase la transformación en el apéndice.

Sustituyendo, por último, la ecuación [5] en la [2], se obtiene la descomposición de la tasa de crecimiento del PIB per cápita, que se expresa, en términos de producción, como figura a continuación:

$$\Delta \ln \frac{Y_t}{L_t} = \frac{\alpha}{1-\alpha} \Delta \ln \left(\frac{K_t}{Y_t} \right) + \frac{1}{1-\alpha} \Delta \ln (PTF_t) + \frac{\beta}{1-\alpha} \Delta s_t + \Delta \ln \frac{H_t}{L_t^d} + \Delta \ln \frac{L_t^d}{L_t^s} + \Delta \ln \frac{L_t^s}{L_t^{15-64}} \\ + \Delta \ln \frac{L_t^{15-64}}{L_t} \quad [6]$$

que, debidamente transformada, nos permite obtener el crecimiento de la producción como:

$$\Delta \ln Y_t = \frac{\alpha}{1-\alpha} \Delta \ln \left(\frac{K_t}{Y_t} \right) + \frac{1}{1-\alpha} \Delta \ln A_t + \frac{\beta}{1-\alpha} \Delta s_t + \Delta \ln h_t + \Delta \ln (1 - u_t) + \Delta \ln \frac{L_t^s}{L_t^{15-64}} + \Delta \ln (L_t^{15-64}) \quad [7]$$

donde la tasa de empleo se escribe como $(1 - u_t)$, siendo u_t la tasa de paro. La tasa de crecimiento del producto potencial se estima introduciendo como inputs en la ecuación [7] la tasa de desempleo estructural (NAIRU), el componente tendencial del progreso tecnológico, que se extrae aplicando el filtro de Hodrick-Prescott (HP) a la serie de la *PTF*, y los componentes tendenciales de las horas promedio trabajadas, la tasa de participación, la población en edad de trabajar, la ratio capital-output y el capital humano. Si bien, los valores tendenciales de estas dos últimas variables se acercan mucho, en la práctica, a su valor observado, por lo que en ocasiones se han aproximado utilizando el valor observado en lugar del tendencial [véase Estrada *et al.* (2004)]¹³.

4. ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DEL CRECIMIENTO POTENCIAL

Antes de adentrarnos en la construcción de los escenarios sobre el comportamiento de las variables demográficas, del mercado de trabajo y tecnológicas, realizaremos una primera aproximación a los factores que hasta ahora han explicado el crecimiento económico del País Vasco.

Para ello, en primer lugar, vamos a descomponer su crecimiento medio potencial, así como el de España y el resto de las comunidades autónomas para todo el período contemplado, a partir de la aplicación del modelo anteriormente descrito.

Esa descomposición se recoge en la el cuadro nº 2¹⁴, que permite concluir que para el período de tiempo contemplado, el crecimiento medio potencial anual del

¹³ En el Anexo I aparecen recogidas las fuentes estadísticas utilizadas en la obtención de los datos para el presente trabajo.

¹⁴ El cuadro nº 2 se corresponde con la ecuación 7 anterior, realizando las siguientes precisiones: $\Delta \ln h_t$ equivale al $\Delta H/L^d$, el promedio de horas trabajadas por persona ocupada; y $\Delta \ln (1-u_t)$ equivale a $\Delta L^d/L^s$, la tasa de empleo. Por otra parte, el cálculo de esos resultados se ha realizado teniendo en cuenta las

País Vasco es inferior al del conjunto español y al de cada una de sus economías regionales, si bien ese crecimiento se ha visto afectado positivamente por el crecimiento de la productividad por hora de la mano de obra, que explica el 93,4% del crecimiento medio potencial (en línea con lo también sucedido en otras regiones, como Aragón (97%), Cantabria (92,5%), Castilla-La Mancha (96,1%) o La Rioja (88,5%), pero por encima de la media española (85%)), siendo la contribución de las variables vinculadas al mercado de trabajo y de las demográficas más limitada. Resulta destacable la caída en la tasa de empleo, que es junto a la de Navarra, la mayor de las presentadas por las comunidades autónomas españolas.

**Cuadro nº 2. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL ENTRE 1970 Y 2011
(tasa media de crecimiento anual en %)**

	Δ Y	Δ K/Y	Δ PTF	Δ S	Δ H/Ld	Δ Ls/ L15-64	Δ L15-64	Δ Ld/Ls
Andalucía	3,50	2,24	0,52	0,28	-0,53	0,36	1,31	-0,67
Aragón	3,29	1,03	1,89	0,26	-0,55	0,56	0,43	-0,34
Asturias	2,61	1,01	1,66	0,23	-0,32	-0,25	0,63	-0,35
Baleares	3,73	1,63	0,45	0,23	-0,57	1,71	0,63	-0,35
C. Valenciana	3,26	1,75	0,39	0,25	-0,59	0,38	1,66	-0,59
Canarias	3,72	1,69	0,50	0,24	-0,58	1,60	0,63	-0,35
Cantabria	2,91	0,58	1,89	0,23	-0,51	0,45	0,63	-0,35
Castilla- La Mancha	3,02	1,32	1,33	0,27	-0,54	0,36	0,81	-0,51
Castilla y León	2,80	1,15	1,84	0,24	-0,52	-0,19	0,63	-0,35
Cataluña	3,27	1,39	0,92	0,23	-0,51	0,46	1,17	-0,39
Extremadura	3,42	0,73	2,96	0,24	-0,50	0,34	0,14	-0,50
Galicia	3,10	1,06	2,45	0,25	-0,55	-0,09	0,30	-0,32
Madrid	3,62	2,23	-0,20	0,20	-0,53	0,47	1,84	-0,39
Murcia	3,34	1,43	0,35	0,23	-0,52	0,49	1,91	-0,54
Navarra	3,22	1,53	0,90	0,20	-0,57	0,42	0,98	-0,25
País Vasco	2,56	1,10	1,05	0,24	-0,58	0,32	0,68	-0,26
La Rioja	3,77	1,48	1,60	0,25	-0,61	0,49	0,89	-0,34
España	3,28	1,40	1,14	0,24	-0,54	0,34	1,18	-0,48

Fuente: Elaboración propia.

estimaciones efectuadas de α y de β para las diferentes comunidades autónomas, cuya metodología se ha aplicado de acuerdo a como se expone más adelante para el caso de la economía vasca.

No obstante lo anterior, resulta conveniente dividir este período tan amplio de tiempo en distintos intervalos, pues la evolución de las diferentes variables es de esperar que no haya sido homogénea, teniendo en cuenta los profundos cambios sufridos por las economías a lo largo del mismo.

Para esa división por períodos, aunque en otros trabajos se pueden contemplar intervalos distintos, hemos tomado los que se corresponden con cambios en la evolución del *output gap* del PIB español, lo que va a facilitar la realización de algunas comparaciones entre las regiones españolas.

Así, el primero de ellos (1970-1981) coincide con una tasa media anual del crecimiento potencial español de más del 4%, situándose el País Vasco sensiblemente por debajo. La segunda (1982-1992) se caracteriza por la fuerte expansión económica mundial, aunque para España fue una época de ajustes y de reconversiones, que supuso que el crecimiento medio del PIB potencial fuera inferior al precedente, situándose próximo al 3,5%. El tercer período (1993-2005) incluye el grueso de la crisis española, que se desata a comienzos de los años noventa, la recuperación posterior, así como el inicio de la crisis tecnológica mundial que afectó escasamente a España. En este período, la tasa media anual del crecimiento potencial español se sitúa por encima del 3,6%.

Finalmente, el último período (2006-2011) ofrece los peores datos de crecimiento medio potencial de la economía española, pues casi todo él coincide con la fase de crisis económica actual, situándose el mismo ligeramente por encima del 1,5%.

Si realizamos una comparación global de esos resultados para el conjunto de la economía española con los obtenidos en el cuadro nº 3¹⁵ para el País Vasco, tenemos que destacar, en primer término, que salvo en el período actual de crisis económica, el crecimiento medio del PIB potencial de la economía española es superior al de la economía vasca, siendo incluso el de éste el más bajo de todas las comunidades autónomas entre 1970 y 1992, situándose en un lugar intermedio bajo en el período inmediato a la crisis actual y relativamente alto en el período más reciente.

Si analizamos ahora el crecimiento medio potencial de la economía vasca en cada uno de esos períodos, podemos resaltar lo siguiente. En primer lugar, para el período 1970-1981 en el que el crecimiento potencial se acerca al 3%, constituye su factor determinante el fuerte crecimiento de la productividad por hora de la mano de obra (3,65%)¹⁶, que impulsada por la ratio capital-output y el progreso tecnológico, logra compensar el crecimiento negativo de las variables vinculadas al mercado

¹⁵ En este cuadro $\Delta \ln(L_t^{15-64})$ se descompone en dos términos: en incremento de la población (ΔL) y en aumento relativo en la edad de trabajar, $\Delta(L_t^{15-64}/L)$.

¹⁶ La zona sombreada de la tabla se corresponde a los factores determinantes de esa productividad por hora, es decir, la ratio capital-producto (K/Y), la productividad total de los factores (PTF) y el capital humano (s).

de trabajo, muy deprimidas como consecuencia de la crisis económica que en dicho período arrasa la economía mundial. No obstante, no debe menospreciarse el impacto positivo de la población que, con un crecimiento medio del 1,48% se destaca frente al resto de variables.

**Cuadro nº 3. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DEL PAÍS VASCO
(tasa media de crecimiento anual tendencial, en %)**

	ΔY	$\Delta Y/H$	$\Delta K/Y$	ΔPTF	ΔS	$\Delta H/L^d$	$\Delta L^d/L^s$	$\Delta L^s/L^{15-64}$	$\Delta L^{15-64}/L$	ΔL
1970-1981	2,94	3,65	2,01	1,35	0,29	-0,76	-1,28	-0,57	0,42	1,48
1982-1992	1,67	2,15	1,10	0,78	0,27	-0,64	-0,75	0,28	0,73	-0,09
1993-2005	3,40	1,47	0,34	0,91	0,22	-0,38	1,17	1,08	0,04	0,01
2006-2011	1,63	2,32	0,96	1,23	0,14	-0,56	-0,38	0,55	-0,47	0,16

Fuente: Elaboración propia.

En el segundo período, 1981-1992, la productividad de la mano de obra mantiene un papel destacado (2,15%), gracias, al igual que en el periodo anterior, a la ratio capital-output y al progreso tecnológico, que pese a reducir sus contribuciones en el crecimiento potencial mantienen su cuota de participación en el mismo. Además, a lo largo de este período, se observa una recuperación del mercado de trabajo, con contribuciones positivas de la tasa de empleo en los últimos años del período, pero también de la tasa de actividad, pues la recuperación económica favorece el acceso al mercado de trabajo.

En el tercer período, 1993-2005, se observa un cierto agotamiento en las ganancias de productividad por hora, fundamentalmente en la capacidad de inversión, mientras que la PTF recupera parte de su capacidad de crecimiento. No obstante, son los factores laborales los que impulsan durante este período la expansión económica. Así, mientras la tasa de actividad creció a una tasa media anual del 1,08% entre 1993 y 2005, la tasa de empleo lo hizo al 1,17%¹⁷.

Finalmente, y durante el actual período de crisis, se produce una desaceleración importante en la tasa de crecimiento potencial, que pierde más de 1,75 puntos porcentuales por año. En este sentido, el deterioro del mercado de trabajo y de las variables demográficas permite a la productividad por hora de la mano de obra, y especialmente a la PTF, recuperar su protagonismo.

¹⁷ A conclusiones similares llega Alberdi (2010), quien afirma que a partir de finales de los 70 se observa un cierto desplome en la tasa de crecimiento del progreso tecnológico.

Precisamente este mayor protagonismo de las variables vinculadas a la productividad de la mano de obra en el período actual de crisis económica, se acrecienta si lo comparamos con el logrado en otras comunidades autónomas. Del cuadro nº 4 se deduce que el País Vasco es la segunda comunidad con mayor productividad de la mano de obra por hora trabajada, sólo por detrás de Canarias, que se coloca en primera posición gracias al fuerte crecimiento del capital tecnológico. Si bien, este crecimiento de la productividad sirve para compensar las caídas de la población en edad de trabajar (la más importante después de la de Galicia), del promedio de horas trabajadas por ocupado y de la tasa de empleo.

**Cuadro nº 4. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL ENTRE 2006 Y 2011
(tasa media de crecimiento anual en %)**

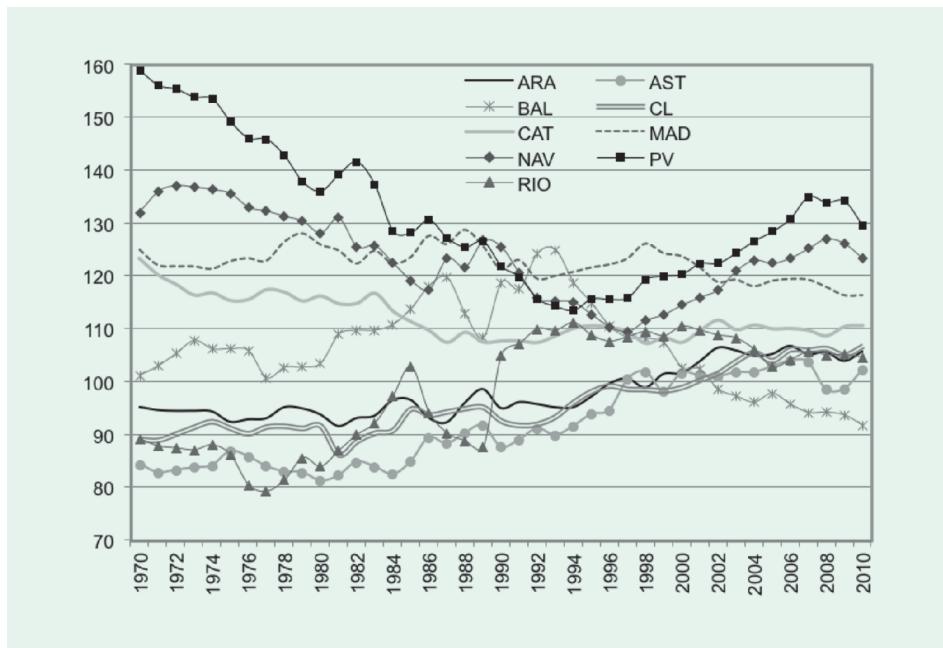
	Δ Y	Δ K/Y	Δ PTF	Δ S	Δ H/Ld	Δ Ls/ L15-64	Δ L15-64	Δ Ld/Ls
Andalucía	1,61	3,24	-1,61	0,09	-0,66	1,69	0,80	-1,94
Aragón	1,26	1,69	0,02	0,08	-0,68	0,72	0,72	-1,29
Asturias	1,38	1,48	-0,87	0,12	-0,03	1,09	0,86	-1,26
Baleares	1,13	2,11	-0,76	0,07	-0,85	0,96	0,86	-1,26
C. Valenciana	1,20	2,14	-0,56	0,09	-0,79	0,84	1,64	-2,15
Canarias	1,06	2,26	0,31	0,10	-0,89	-0,31	0,86	-1,26
Cantabria	1,50	1,25	-0,22	0,12	-0,49	1,24	0,86	-1,26
Castilla-La Mancha	1,60	1,98	-1,08	0,13	-0,56	0,88	2,05	-1,79
Castilla y León	1,48	1,52	0,25	0,12	-0,55	0,54	0,86	-1,26
Cataluña	1,27	1,51	0,09	0,08	-0,44	0,38	0,85	-1,19
Extremadura	2,11	0,94	0,98	0,18	-0,31	0,89	0,26	-0,83
Galicia	1,85	1,45	0,53	0,19	-0,65	1,09	-0,34	-0,41
Madrid	1,57	2,65	-1,52	0,08	-0,50	0,95	1,25	-1,33
Murcia	1,61	2,29	-1,10	0,07	-0,34	1,01	1,87	-2,17
Navarra	1,91	1,76	0,06	0,13	-0,61	0,52	0,88	-0,83
País Vasco	1,63	0,96	1,23	0,14	-0,56	0,55	-0,31	-0,38
La Rioja	1,82	1,93	0,04	0,19	-0,75	0,65	0,96	-1,19
España	1,47	1,93	-0,33	0,11	-0,59	0,87	0,97	-1,48

Fuente: Elaboración propia.

Un análisis más detallado de la productividad por hora de la mano de obra se recoge en el gráfico nº 3, de donde se extraen ciertas conclusiones respecto a la evolución diferente de la misma entre el País Vasco y algunas de las regiones que mantienen, o

han tenido en esa variable un crecimiento superior a la media española. Así, en primer lugar, tomando el principio y el final del período, el País Vasco alcanza la mayor productividad por hora de la mano de obra de las regiones españolas; en segundo, la evolución de esa productividad ha mantenido una tendencia diferente a la mayor parte del resto de las regiones, pues mientras en el País Vasco su evolución ha sido en general decreciente hasta mediados de los noventa, para iniciar luego un crecimiento continuo hasta el inicio de la crisis actual; en el resto de comunidades, las fluctuaciones, pese a existir, han sido menores, mostrando la productividad por hora una mayor estabilidad. La excepción la constituye Baleares, que se caracteriza por presentar un comportamiento opuesto al del País Vasco, fuerte crecimiento en la primera mitad del período considerado, y caídas muy marcadas en la segunda.

Gráfico nº 3. EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DE LA MANO DE OBRA POR HORA TRABAJADA (Media de las CC.AA. = 100)

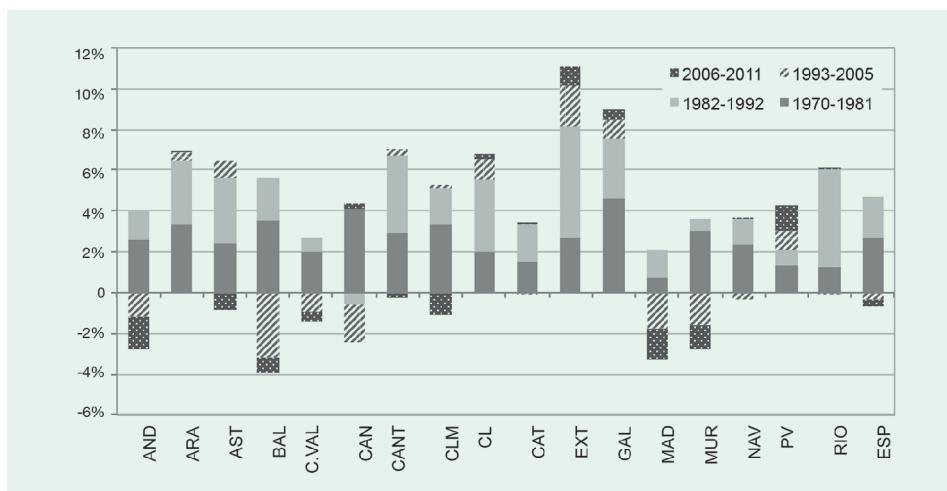


Fuente: Elaboración propia con datos BdMores e INE.

Pero, sin duda alguna, el principal factor del crecimiento de la productividad por hora del País Vasco en el último período, y por tanto del crecimiento potencial lo constituye la PTF, cuya tasa media de crecimiento anual se sitúa en el 1,23%, muy superior a la de cualquier otra comunidad autónoma española (la más próxima es Extremadura, con 0,98% y Galicia, con 0,53%), y que explica más del 75% del crecimiento medio potencial de la economía vasca.

Aunque la PTF vasca, como podemos comprobar en el gráfico nº 4, no ha sido la que ha mostrado un mayor crecimiento en cada uno de los períodos considerados, sí ha sido la que ha mantenido un comportamiento más regular, con independencia del crecimiento potencial de las comunidades autónomas, pues en el resto, las variaciones que ha sufrido han sido mucho más significativas y erráticas, combinando períodos de fuerte crecimiento, con otros de ralentización, si no evoluciones negativas. En todo caso, Extremadura y Galicia destacan, además, con crecimientos importantes, aunque desiguales de este factor en todos los períodos.

**Gráfico nº 4. CRECIMIENTO MEDIO DE LA PTF POR PERÍODOS Y CC.AA.
(1970-2011)**



Fuente: Elaboración propia.

La relevancia que la PTF está mostrando durante el actual período de crisis en el País Vasco constituye un elemento esencial que tendremos en cuenta para conocer su evolución prevista en los escenarios que planteamos para la década actual en el siguiente apartado de este trabajo.

4.1. Construcción de escenarios

Para evaluar ahora la evolución del crecimiento potencial, así como la importancia de cada uno de los factores que contribuirán al mismo a lo largo de los próximos años, es preciso construir escenarios sobre el comportamiento de las variables que aparecen en la función de producción, lo que nos permitirá construir un abanico de proyecciones alternativas para el crecimiento potencial, aumentando las probabilidades de que éste se sitúe dentro del intervalo establecido. Así, para cada una de las variables contempladas en nuestra función de producción plantearemos, en

línea con los trabajos de Correa y Mingorance (2012), Calvo, Mingorance y Barruso (2011); o Calvo, Mingorance, Barruso y Calderón (2011), tres escenarios diferentes: un escenario base o central, considerado como el más probable; un escenario inferior, que determinaría, dentro de la posible evolución del PIB potencial, el nivel de crecimiento más bajo; y un escenario o cota superior, que permitiría la obtención de los mejores resultados.

Para evitar la influencia de factores exógenos que pudieran incidir en la evolución de estas variables, vamos a suponer en nuestros cálculos, en primer lugar, que, a lo largo del período de proyecciones, no se van a producir modificaciones importantes en las políticas estructurales adoptadas por el Gobierno que pudieran generar cambios en el comportamiento del crecimiento tendencial de la economía, si bien, la elaboración de los escenarios permite que las actuaciones coyunturales de las autoridades que pudieran producir desvíos en las estimaciones del crecimiento del PIB potencial, queden incorporadas en los movimientos del mismo entre los intervalos determinados por los escenarios superior e inferior calculados¹⁸. Sí se supone, sin embargo, que la PTF de la economía vasca va a seguir un proceso de convergencia a largo plazo con Estados Unidos, líder tecnológico mundial.

4.1.1. Escenarios demográficos

Entre los factores determinantes del PIB potencial, vamos a comenzar estimando la evolución de las variables demográficas, concretamente la población total y la población en edad de trabajar, planteando para cada una de ellas los diferentes escenarios descritos.

Para la construcción del escenario base de la población total se han utilizado las tasas de crecimiento que se deducen de las proyecciones a corto plazo que elabora todos los años el INE. En concreto, se ha calculado la tasa de crecimiento prevista por el INE para la población total del País Vasco entre 2011 y 2012, y se ha aplicado dicha tasa a las poblaciones efectivas del año 2011, procediendo de igual manera para el año 2012-2013, y así sucesivamente hasta el año 2020.

Una vez construido el escenario base, y dado que el INE no ofrece escenarios alternativos de población, hemos acudido a los escenarios demográficos elaborados por el Idescat para Cataluña. En concreto, hemos utilizado el escenario bajo, cuyas desviaciones frente al escenario central hemos aplicado al escenario base obtenido a

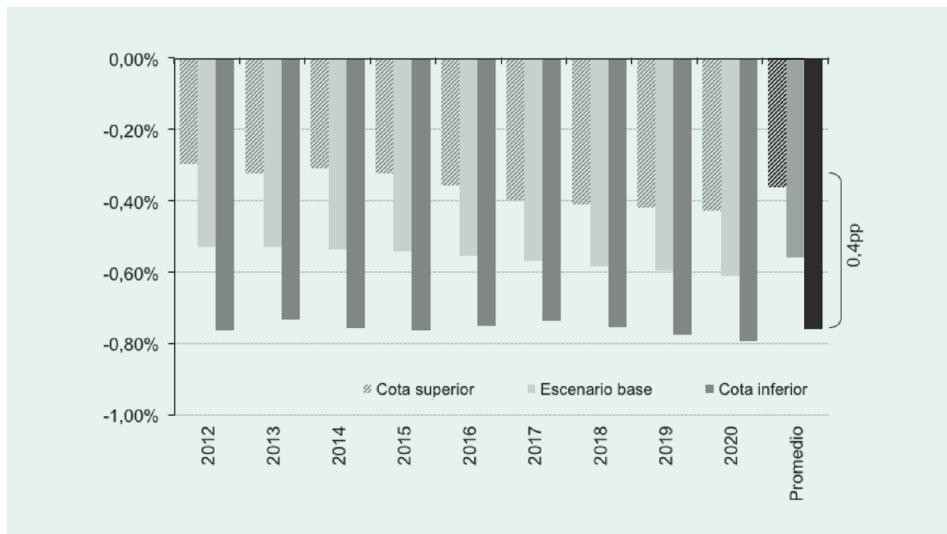
¹⁸ La consideración de escenarios con las evoluciones posibles de las diferentes variables consideradas, tanto de la productividad por hora de la mano de obra, como de las del mercado de trabajo y demográficas, supone considerar la posibilidad de que los cambios en las políticas económicas del Gobierno puedan afectar al crecimiento potencial, pero dentro de las bandas establecidas entre los escenarios más alto y más bajo. Es evidente, que los cambios estructurales no pueden ser previstos. En este trabajo se establece por tanto un escenario probable para el crecimiento potencial y una variación respecto al mismo, al alza y a la baja que contemplarían esos posibles cambios en la política gubernamental.

partir del que nos ofrece el INE. Por su parte, el escenario superior se ha calculado como simétrico al inferior respecto al escenario base.

Las proyecciones resultantes para la tasa de crecimiento de la población total aparecen recogidas en el gráfico nº 5.

294

Gráfico nº 5. PROYECCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN TOTAL DEL PAÍS VASCO (2012-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos INE e Idescat.

De su contenido podemos destacar que el crecimiento será negativo durante los próximos diez años, sea cual sea el escenario considerado, manteniéndose las tasas de variación bastante estables a lo largo de todo el período analizado, siendo la diferencia media entre los escenarios extremos, a lo largo del período considerado, de aproximadamente 0,40 puntos porcentuales.

Por su parte, las proyecciones resultantes para la población, recogidas en el gráfico nº 6, determinan un abanico demográfico entre los escenarios extremos en el 2020 de algo menos de 73.000 habitantes, siendo los márgenes respecto al escenario central del 1,79% para el mismo año.

Para el cálculo de la población potencialmente activa se ha llevado a cabo un análisis similar, realizando las estimaciones correspondientes de los datos a corto plazo a partir de la información suministrada por el INE para la construcción del escenario central, mientras que los escenarios extremos se han obtenido a partir de los datos ofrecidos por el Idescat, procediendo de manera análoga a como lo hacíamos en el caso de la población total. Los resultados obtenidos se muestran en los gráficos nº 7 y 8.

Gráfico nº 6. EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN TOTAL CON DIFERENTES ESCENARIOS



Fuente: Elaboración propia con datos INE e Idescat.

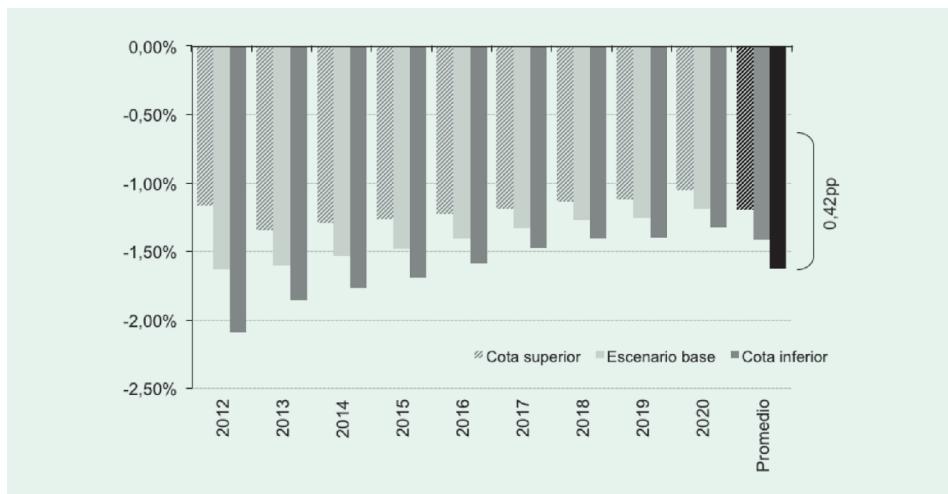
Del contenido del gráfico nº 7 podemos destacar que la población en edad de trabajar mantendrá, siempre que se cumplan las proyecciones, una tasa de crecimiento negativa durante todo el período. Esta caída, superior a la registrada en el caso de la población total, muestra un progresivo envejecimiento de la población que puede ser debido, entre otros factores, a un cambio en la tendencia de los flujos migratorios, no sólo por la menor entrada de inmigrantes, especialmente españoles procedentes de otras comunidades, sino también por la salida de los jóvenes, que dada la mala situación general del mercado de trabajo, buscan en el exterior el empleo que resulta difícil obtener en su propio territorio. Los efectos, que ya se están dejando sentir, se manifestarán de forma más acusada a partir de los próximos años. Como consecuencia de los cálculos efectuados y de la forma de proyectar la población en edad de trabajar, la distancia promedio entre los escenarios extremos se sitúa en torno a 0,42 puntos porcentuales para el período analizado.

A continuación, aplicando las tasas de crecimiento obtenidas en las proyecciones recogidas en el gráfico nº 7, se construyen los escenarios de la población potencialmente activa, que muy probablemente se situará en 2020, como podemos comprobar en el gráfico nº 8, entre los 1.248.261 y los 1.297.473 habitantes, siendo los márgenes respecto al escenario central ligeramente superiores a los que obteníamos para la población total, situándose alrededor del 1,93% en el último de los años de proyección.

Por otro lado, la proporción de la población en edad de trabajar frente a la población total se situará, en el año 2020, en un 62,55%, observándose una progresiva

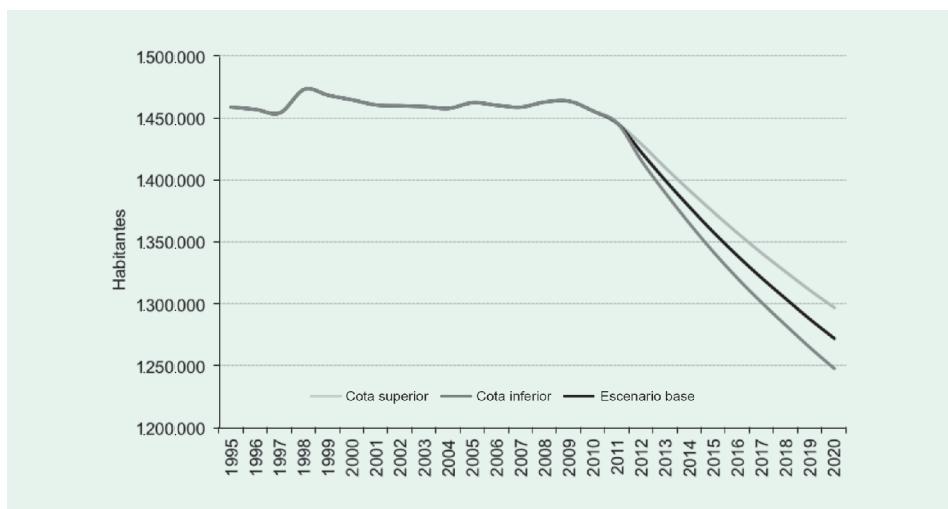
reducción de dicho cociente a lo largo del período de proyección, lo que nos obliga a pensar en una mayor dependencia de la población en el futuro.

Gráfico nº 7. PROYECCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR (2012-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos INE e Idescat.

Gráfico nº 8. EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR EN EL PAÍS VASCO (1995-2020)



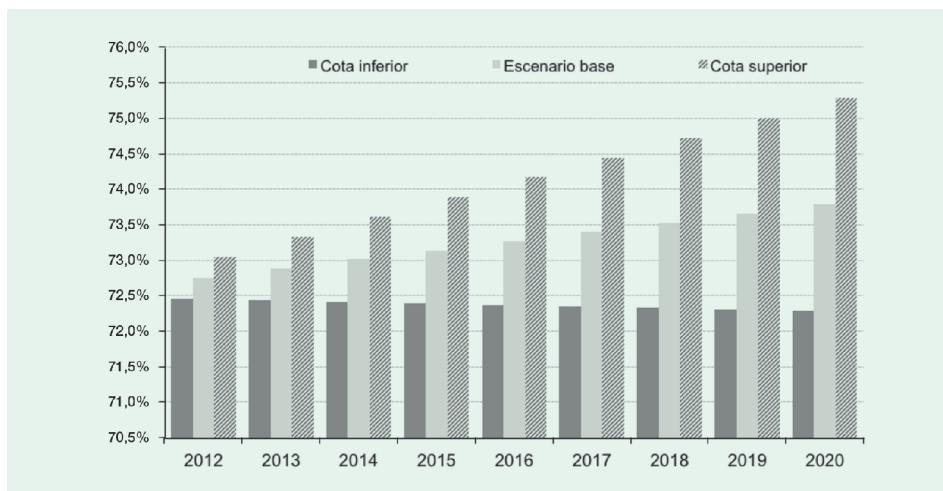
Fuente: Elaboración propia con datos INE e Idescat.

4.1.2. *Escenarios del mercado de trabajo*

A continuación, estimamos la evolución de las variables vinculadas al mercado de trabajo, concretamente la tasa de actividad, la tasa de empleo y el promedio de horas trabajadas.

Para proyectar los escenarios correspondientes a la población activa, que como es sabido constituye una parte de la población en edad de trabajar, construiremos previamente los de la tasa de actividad, para lo que nos serviremos de las estimaciones que, para el período 2009-2021, se recogen en Ortega (2008). A partir de dichas estimaciones, que determinan nuestro escenario base, se construyen las cotas superior e inferior, incrementando y disminuyendo, respectivamente, la tasa de actividad del escenario base en 2020 en un 1%, de forma similar a como se calcula en otros trabajos [véase, entre otros, BBVA (2008); Correa y Mingorance (2012); y Calvo, Mingorance, Barruso y Calderón (2011)], obteniéndose los resultados que se recogen en el gráfico nº 9.

Gráfico nº 9. PROYECCIONES ALTERNATIVAS DE LA TASA DE ACTIVIDAD EN EL PAÍS VASCO (2012-2020)

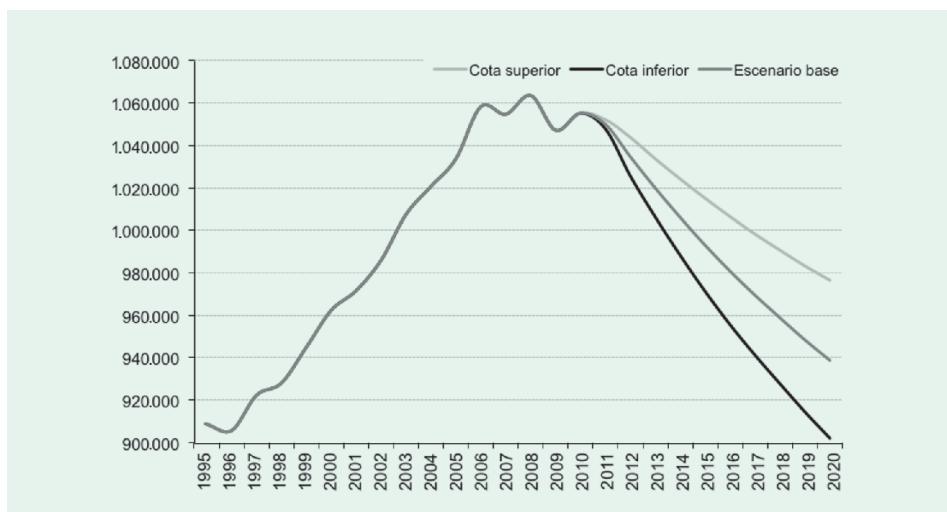


Fuente: Elaboración propia a partir de Ortega (2008).

Combinando los escenarios correspondientes a la tasa de actividad con los recogidos en el gráfico nº 8 referentes a las estimaciones de la población en edad de trabajar, podemos construir los escenarios de población activa. Así, y para calcular las cotas superior e inferior, basta con multiplicar la tasa de actividad por la población en edad de trabajar para cada año. Por su parte, el escenario central para cada período se obtiene como la media aritmética de ambos extremos, logrando de nuevo que los escenarios sean totalmente simétricos.

De los resultados reflejados en el gráfico nº 10 se destaca que, durante los próximos años, la población activa descenderá, lo que contrasta con el crecimiento experimentado por esta variable hasta la actualidad y que es el resultado del ya mencionado envejecimiento de la población y de la caída de los flujos migratorios, así como del desánimo que las altas tasas de paro que se están viviendo pueden llegar a generar en la población, la obsolescencia de la mano de obra, que dificultará su empleabilidad en un futuro, y las prejubilaciones producidas desde que se inició la crisis.

Gráfico nº 10. EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DE LA POBLACIÓN ACTIVA EN EL PAÍS VASCO (1995-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos INE y Ortega (2008).

Las proyecciones resultantes determinan un abanico demográfico entre los escenarios extremos en el 2020 de algo menos de 75.000 habitantes, siendo los márgenes respecto al escenario central aproximadamente de 3,96% para el mismo año.

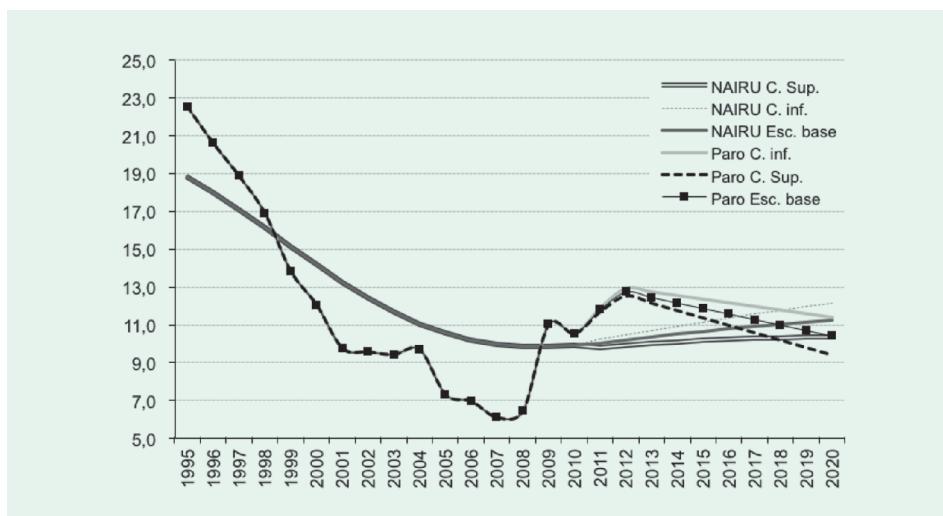
En general, y de las propias proyecciones realizadas se obtiene que el crecimiento de la población activa será, en promedio anual entre 2012 y 2020, negativo, sea cual sea el escenario considerado, fundamentalmente debido a la caída experimentada por la población en edad de trabajar que no se verá compensada con el tímido incremento de la tasa de actividad.

Por su parte, para llevar a cabo las proyecciones de la población ocupada, hemos acudido, en primer lugar, a las previsiones de la tasa de paro realizadas por FUNCAS, y hemos aceptado que dichas previsiones se cumplen para el año 2012. Para los años siguientes se ha considerado que en el año 2030 la tasa de paro vuelve a al-

canzar un nivel similar al del período previo al inicio de la crisis¹⁹. Las cotas superior e inferior se han construido a partir del escenario central, incrementando y disminuyendo la tasa de paro de 2030 en un 2% respectivamente, e interpolando los valores medios²⁰.

Para obtener la tasa de paro de equilibrio (NAIRU), hemos aplicado el filtro de Hodrick-Prescott (HP) a la serie así calculada de la tasa de paro, con lo que hemos obtenido, nuevamente, tres escenarios para esta tasa de paro estructural.

Gráfico nº 11. EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DE LA TASA DE PARO Y DE LA NAIRU DEL PAÍS VASCO (1995-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos INE.

¹⁹ Estamos tomando un periodo de tiempo lo suficientemente amplio como para que este supuesto pueda ser realista. En efecto, aunque con la incertidumbre lógica del futuro económico, suponer que, una vez superada la crisis, las tasas de paro vuelvan a los valores previos a la misma, no resulta en absoluto descabellado, y más con el supuesto prudente de que lo logren al inicio de la tercera década de este siglo.

²⁰ Para interpolar linealmente, tanto esta serie como otras, hemos procedido a sumar al último dato real el resultado de multiplicar la diferencia entre el valor que consideramos que tomará la serie en el último año de predicción y el último dato que tomamos como observado, por el cociente entre la diferencia del año de predicción en el que nos encontramos y el último año para el que tenemos datos observados y el número total de años para los que vamos a predecir datos. En concreto, la fórmula que hemos empleado es la siguiente:

$$X_t = (X_{t_f} - X_{t_0}) \left(\frac{t - t_0}{t_f - t_0} \right)$$

donde t , t_0 y t_f representan, respectivamente, el año en el que nos encontramos, el último año para el que disponemos de datos observados y el último año de predicción, y X representa el valor que toma la serie en cada uno de esos instantes temporales.

A partir de las tasas de paro así proyectadas, tanto efectiva como de equilibrio, podemos calcular las respectivas tasas de empleo que, combinadas con las estimaciones de la población activa que recogíamos en el gráfico nº 10 anterior, nos permiten obtener los escenarios correspondientes a la población ocupada, tanto efectiva como de equilibrio, que se recogen en el gráfico nº 11.

Del contenido del mismo podemos destacar el hecho de que, antes del período de proyección, la población ocupada efectivamente registrada se encontraba por encima de su nivel de equilibrio, produciéndose en este momento una convergencia entre ambas variables. Esto es debido a que, en el período previo, la tasa de paro efectiva era inferior a la NAIRU, al tratarse de un período de bonanza económica; no obstante, a raíz de la actual crisis económica, la tasa de paro efectiva se dispara, superando a la tasa de equilibrio en 2009, lo que conlleva una caída en la población ocupada.

Centrándonos en el período de proyecciones, podemos observar que durante dicho período la población efectivamente ocupada será inferior a la de equilibrio, si bien, tenderá a converger en el 2020. De hecho, la tasa de paro efectiva volverá a ser inferior a la NAIRU a mediados de la década actual, por lo que es de suponer que en el futuro se producirán tensiones inflacionistas que obligarán a tomar medidas que reduzcan la tasa de paro de equilibrio. No obstante, podemos destacar también que dicha tasa de paro estructural muestra en el País Vasco un crecimiento mínimo a pesar de la crisis, permaneciendo bastante estable desde 2007 y durante todo el período de proyección.

Gráfico nº 12. EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE LAS HORAS TOTALES TRABAJADAS EN EL PAÍS VASCO (2000-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos INE e Idescat.

Las proyecciones resultantes determinan unas bandas de fluctuación para los escenarios extremos en el 2020 de 85.529 y 48.699 habitantes, respectivamente, para la población ocupada efectiva y de equilibrio. Los márgenes respecto al escenario central en el mismo año serán de aproximadamente $\pm 5,07\%$ para la población ocupada efectiva, siendo esta diferencia inferior en más de dos puntos en el caso de la población ocupada de equilibrio, con un margen de $\pm 2,87\%$ respecto al escenario central.

Finalmente, y en relación a las horas promedio totales trabajadas, suponemos que la jornada laboral media permanece constante para todo el período en las cifras correspondientes al año 2011, de modo que nuevamente podemos definir tres escenarios para el número total de horas trabajadas, resultado de multiplicar esas horas por la población ocupada, tal y como se recoge en el gráfico nº 12.

Un resumen de los resultados que hemos obtenido se ofrece en el cuadro nº 5.

Cuadro nº 5. ESCENARIOS DEMOGRÁFICOS Y DEL MERCADO DE TRABAJO (2020)

	Valores (nº de habitantes)			Proyección crecimiento medio anual (en %)		
	Esc. Inf.	Esc. Central	Esc. Sup.	Esc. Inf.	Esc. Central	Esc. Sup.
L	1.998.562	2.034.682	2.071.455	-0,76	-0,56	-0,36
L ⁽¹⁶⁻⁶⁴⁾	1.248.261	1.272.629	1.297.473	-1,62	-1,41	-1,20
L ^S	902.318	939.022	976.815	-1,35	-0,99	-0,63
L ^d	799.303	841.207	884.832	0,91	-0,01	-1,00
L ^d _{eq.}	825.001	849.351	873.700	2,12	1,33	0,51
h		1.509		Constante desde 2011		

Fuente: Elaboración propia.

4.1.3. Proyecciones del capital humano, físico y PTF

El capital humano (expresado en las diferentes ecuaciones del modelo como S²¹), se ha aproximado, en línea con Doménech *et al.* (2008), por los años medios de escolarización de la población ocupada, para lo que hemos acudido a los datos que, según el sistema educativo LGE, nos proporciona el IVIE, quien ofrece datos de po-

²¹ Para una explicación más detallada de qué representa esta variable en nuestra ecuación, así como de los principales inconvenientes de aproximar el capital humano mediante los años medios de escolarización, véase nota a pie de página 11.

blación ocupada por sectores y nivel de formación²². Así, hemos utilizado datos de la EPA, superando los inconvenientes de escasez de observaciones de los datos censales que señalan Raymond y Roig (2006) y Alonso-Meseguer y Sosvilla-Rivero (2004), y hemos corregido dichos datos ponderando cada sector económico según el peso del mismo en el empleo total del País Vasco.

Para proyectar el escenario central hemos empleado la regresión lineal de la serie de capital humano que hemos construido de acuerdo con la ecuación [8]²³,

$$\Delta \ln[s_t] = \beta_1 - \beta_2 \ln[s_{t-1}] \quad [8]$$

Según esta ecuación, el estado estacionario se alcanzará en 17,75, siendo los años de formación en el 2020 de 14,89, lo que supondrá una tasa media anual de crecimiento entre el 2012 y el 2020 del 0,625%²⁴.

Por su parte, para calcular la cota superior, hemos procedido a sumar 0,75 años de formación al escenario base (determinado por la ecuación [8] anterior) en el año 2030 y hemos interpolado los valores medios, siendo la cota inferior simétrica respecto a la senda central.

Los escenarios de capital humano así calculados son los que aparecen recogidos en el gráfico nº 13, donde observamos un crecimiento constante en el nivel de formación de la población ocupada a lo largo del período analizado, siendo el intervalo entre los escenarios extremos del 1,91%. De los resultados recogidos en dicho gráfico podemos concluir que la población del País Vasco presentará un nivel educativo elevado, superior a los de los estudios universitarios de primer ciclo, lo que sin duda tendrá efectos beneficiosos en la productividad de la mano de obra²⁵.

Por su parte, para proyectar la relación capital-output incluida en nuestro modelo, seguimos a De la Fuente y Doménech (2006b), quienes consideran que su valor de estado estacionario viene dado por la siguiente ecuación:

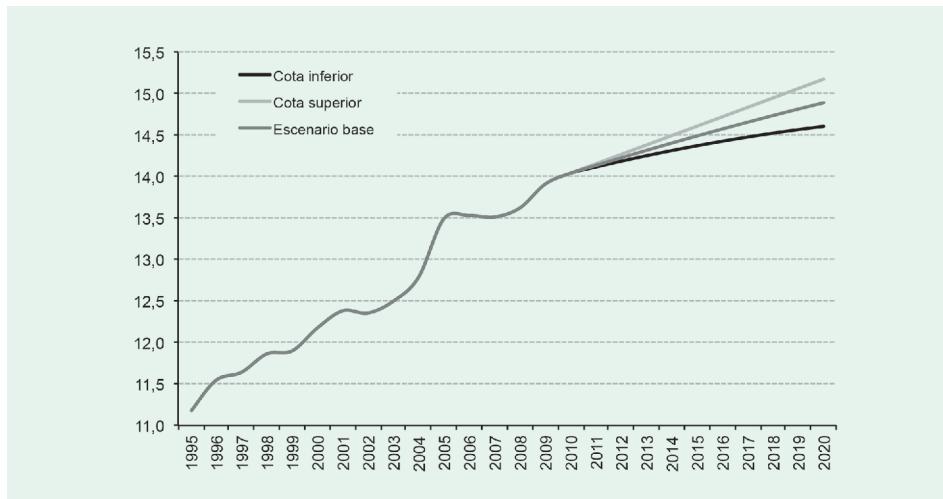
²² Bajo la Ley General de Educación, los años de escolarización que corresponden a cada uno de los tramos educativos son: 5 años para la educación primaria, 8 para la población con educación secundaria primera etapa, 12 para los que poseen estudios de educación secundaria segunda etapa, 14 para los que presentan estudios universitarios de primer ciclo y 17 para los que realizan estudios universitarios superiores.

²³ Véase Doménech *et al.* (2008).

²⁴ Al haberse tomado logaritmos en la serie de capital humano, el cociente de los parámetros β_1 y β_2 da como resultado 2,88, momento a partir del cual los nuevos incrementos de s_t son cero, siendo el exponencial de dicho valor el nivel de educación del estado estacionario (17,75).

²⁵ En este sentido, cabe destacar que, en un período de crisis como el actual, es la población con un mayor nivel de formación la que menos se ve afectada. Así, mientras el paro está aumentando en gran medida en la población con bajos niveles educativos, la población con una mayor formación mantiene su nivel de empleo, e incluso, en el mejor de los casos, llega a mejorarlo [véase García (2011)].

Gráfico nº 13. EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES DEL CAPITAL HUMANO DETERMINADO A PARTIR DE LOS AÑOS MEDIOS DE ESCOLARIZACIÓN DE LA POBLACIÓN ACTIVA (1995-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos IVIE.

$$K = \frac{I_{hp}}{n + g + \delta} \quad [9]$$

Donde I_{hp} representa la tasa de inversión en capital físico productivo total (en particular la inversión productiva media del período 2005-2009); n la tasa de crecimiento del factor trabajo -2% en el estado estacionario-, g la tasa de crecimiento a largo plazo, resultado de la combinación de la PTF y el capital humano –estimada en el 1%– y δ la tasa de depreciación del stock de capital.

Para obtener la tasa de depreciación del capital productivo empleamos el método de inventario permanente (recomendado por el Sistema Europeo de Cuentas SEC-95), que toma como punto de partida la siguiente ecuación, estándar en la teoría económica, de acumulación de capital²⁶:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad [10]$$

Donde K representa el stock de capital productivo, I la inversión y δ la tasa de depreciación del capital. A partir de las series de stock de capital productivo y de inversión productiva, tomadas de la Fundación BBVA, se puede obtener la tasa de depreciación del capital para cada año en cada una de las comunidades.

²⁶ Para un estudio más profundo sobre el método de inventario permanente, véase Núñez y Pérez (2002).

Para nuestro trabajo, incorporamos el supuesto de que, a partir del año 2008 (último para el que se dispone de datos reales), la tasa de depreciación del capital productivo se mantiene constante en un 4,8%.

Sustituyendo los datos en la ecuación [9] anterior obtenemos un valor de 2,385 para la ratio capital-output del País Vasco en el 2020, siendo el valor de dicha variable en los escenarios inferior y superior de un 2,321 y un 2,449, respectivamente. Además, podemos decir que en 2020 los escenarios extremos tendrán una amplitud de $\pm 2,69\%$ con respecto al escenario base, siendo la variable en la que contemplamos un intervalo de confianza más amplio.

Finalmente, la productividad total de los factores (PTF), que como quedó dicho recoge los posibles errores de medición, así como todo aquello que, influyendo en el crecimiento potencial, no está incluido en ninguna de las variables analizadas anteriormente, se obtiene como componente residual de la función de producción –el residuo de Solow–, adoptando para su proyección hasta 2020 el mecanismo de corrección de error descrito en De la Fuente y Doménech (2006b) y Doménech *et al.* (2008). En concreto, y en línea con el trabajo de Calvo, Paúl, Barruso y Mingorance (2011), la tasa de crecimiento de la PTF en el País Vasco se regresa sobre su propio retardo y sobre la brecha tecnológica con respecto a Estados Unidos para el período 1964-2010, lo que, tal y como afirma Jones (2002), supone una cierta difusión internacional del conocimiento entre la economía líder y el resto²⁷. No obstante, debemos ser conscientes, como sostiene Borondo Arribas (2008), que la difusión tecnológica es más sencilla, y se obtienen mejores resultados, cuanto mayor es la apertura comercial del país imitador, más I+D se hace en el propio país, y mayor es la formación de su mano de obra, pues será capaz de asimilar mejor la tecnología extranjera.

4.2. Estimación de los parámetros del modelo

Por último, para llevar a cabo la estimación y proyección del PIB potencial en el País Vasco, es necesario, además de contar con una serie temporal de los valores potenciales de las variables anteriormente analizadas, estimar los valores de los parámetros incluidos en la función de producción.

Así, en primer lugar, y bajo el supuesto de que los mercados de productos y factores funcionan en competencia perfecta, aproximaremos los valores de las elasticidades de la producción respecto al trabajo ($1 - \alpha$) y al capital físico (α) por medio de la participación de la remuneración del factor trabajo en el valor añadido de la

²⁷ Como sostiene Jones (2002), la economía norteamericana se ha caracterizado por presentar una tasa de crecimiento media anual del PIB per cápita estable, y ligeramente inferior al 2%, en los últimos 125 años. Este crecimiento económico se ha apoyado sobre todo en el incremento de la formación de la mano de obra, así como en la intensificación de los procesos de I+D. Estos dos hechos elevan la tasa de crecimiento a largo plazo, al menos temporalmente, para luego volver a tasas de crecimiento medias, si bien, el nivel de renta se mantendrá permanentemente más alto, alcanzándose posiciones de cabecera en la comparación internacional.

economía. En nuestro caso, y en línea con Calvo y Mingorance (2011), hemos estimado el parámetro ($1 - \alpha$) a partir de las series ofrecidas por la BdMores para el período 1980-2007. En el País Vasco, este parámetro se sitúa en 0,6262, por lo que es coherente con las cifras recogidas en Röger (2006), Denis *et al.* (2006) y Mc Morrow y Röger (2007), quienes obtienen un valor de 0,63 para el conjunto de los Estados miembros de la Unión Europea. Restando a la unidad el valor de este parámetro, obtenemos la elasticidad de la producción respecto al capital físico (α), que en nuestro caso es de 0,3738.

Por su parte, para la determinación de la elasticidad del producto respecto al capital humano (β), se ha acudido a los valores ofrecidos por De la Fuente y Doménech (2006a), quienes cuantifican el efecto del nivel de formación, medido por los años medios de escolarización, en la renta de cada una de las regiones españolas, estimando así la rentabilidad de la inversión en educación. Estos autores muestran, para cada comunidad, dos valores diferentes para dicho parámetro, un valor máximo –que mide el efecto que un año adicional de educación tiene sobre la producción por trabajador ocupado, y se obtiene dividiendo el valor de referencia de la elasticidad del output con respecto al stock de capital humano una vez corregidos los errores de medición, entre los años medios de escolarización de cada región– y otro mínimo –calculado sin incorporar dichas correcciones–. Los valores máximos y mínimos en el País Vasco son, respectivamente, 7,16% y 4,80%, siendo el valor de la elasticidad con respecto al capital humano elegido para nuestra investigación el que coincide con el β máximo ofrecido por De la Fuente y Doménech (2006a)²⁸.

5. EL CRECIMIENTO POTENCIAL DEL PAÍS VASCO HASTA 2020 Y SUS FACTORES DETERMINANTES

Una vez descrito el modelo que emplearemos para estimar el patrón de crecimiento, y construidas las series de las variables que introduciremos en el mismo, vamos a determinar cuál ha sido y será la senda prevista por el PIB potencial en el País Vasco.

5.1. Proyección del crecimiento potencial

La obtención del producto potencial requiere introducir en la ecuación [7] los valores tendenciales de las distintas variables. Por eso, y antes de examinar los resultados y extraer las principales conclusiones, recogemos en el cuadro 6, a modo de

²⁸ El trabajo de Pastor *et. al.* (2007), también ofrece las rentabilidades de la educación para las distintas comunidades autónomas. En concreto ofrece dos valores distintos para cada comunidad, uno en el que no se ofrece ningún tipo de control sobre el sector al que se dirige la población formada y otro en el que se ejerce dicho control. Los valores para el País Vasco son en este caso son 6,40 y 6,83 respectivamente.

resumen, el comportamiento pasado y futuro de las variables explicativas del crecimiento del PIB potencial en el País Vasco.

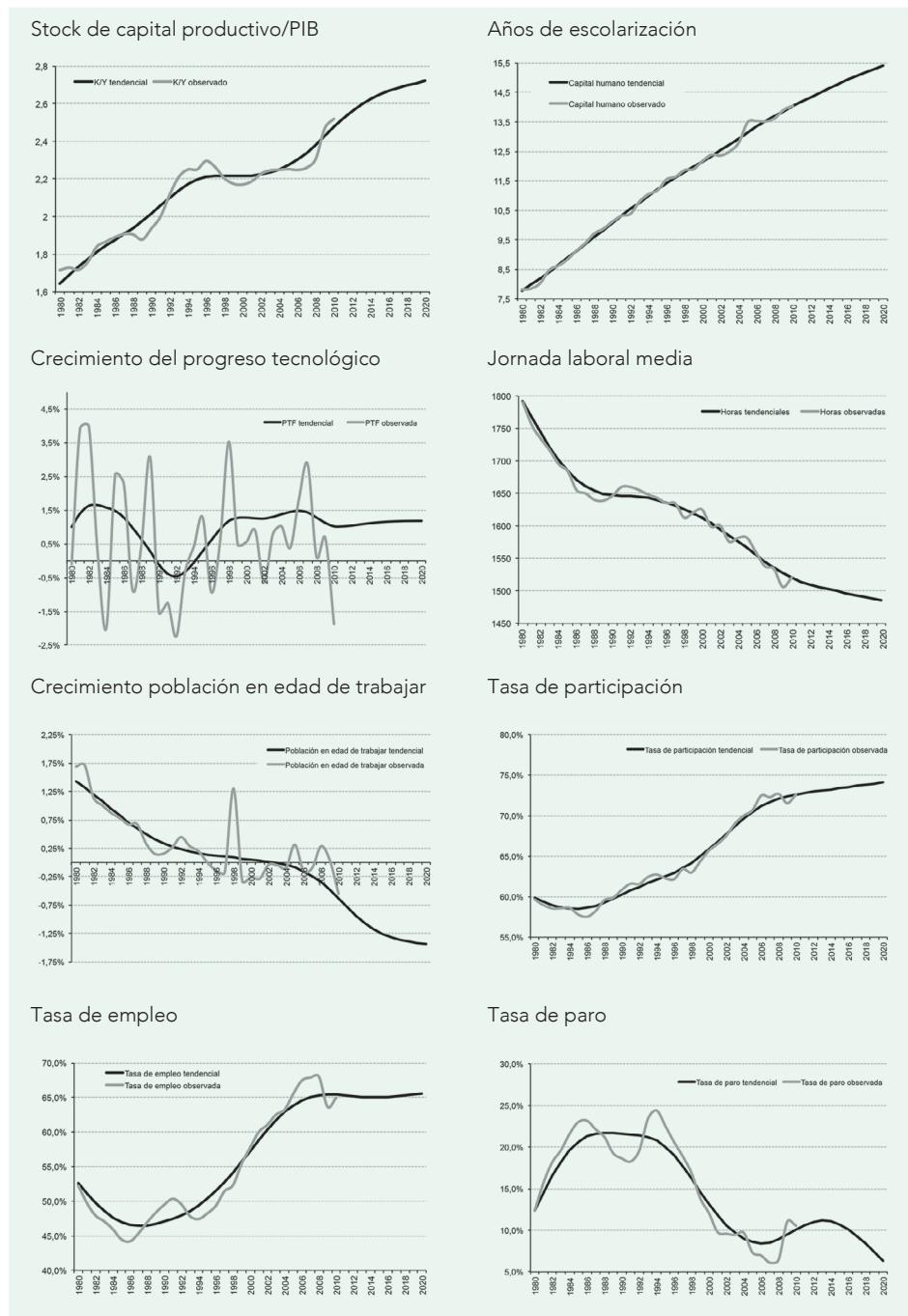
De su contenido cabe destacar, en primer lugar, una tendencia bastante estable del progreso tecnológico, con tasas de crecimiento cercanas al 1,5% desde mediados de los noventa y que tienden a mantenerse a lo largo de todo el período de proyección.

En segundo lugar, en cuanto a la población en edad de trabajar, se observa un continuo descenso de la misma desde 1980, que se prevé que se mantenga durante la década actual, estimándose para 2020 unas tasas de crecimiento de la población potencialmente activa en torno a -1,5%. Además, desde el año 2001 se produce una disminución efectiva de la población en edad de trabajar, lo que implica un envejecimiento de la población, y por tanto una mayor dependencia.

Por último, cabe destacar el buen comportamiento de la tasa de paro en esta comunidad ya que, a pesar de partir de unos niveles muy elevados, superando la tendencial el 20% entre 1985 y 1995, inicia desde este momento un acusado descenso, que únicamente se ve interrumpido por la actual crisis. Además, en 2010 ya se observa una disminución efectiva de la tasa de paro, lo que lleva al País Vasco a ser la comunidad con la menor tasa de paro en este año. Todo lo anterior conduce a que las previsiones sobre la NAIRU muestren una tasa de paro de equilibrio de alrededor de un 11% el próximo año, para comenzar nuevamente a decrecer a partir de entonces, alcanzando al final de la década actual una tasa de paro estructural ligeramente superior al 6%.

Las estimaciones realizadas para las distintas variables nos permiten proyectar, no solo la senda central de la tasa de crecimiento del PIB potencial del País Vasco, sino también distintos escenarios alternativos, todos ellos recogidos en el gráfico 14, sombreados en distintas tonalidades (más claras a medida que nos alejamos del escenario base). Las distintas proyecciones, que se van alejando paulatinamente del escenario central, corresponden, en primer lugar, a la mejor y peor senda demográfica. Los sucesivos intervalos de confianza se obtienen al mejorar y empeorar la proyección anterior con los escenarios alternativos de la tasa de actividad, la tasa de desempleo, los años medios de escolarización y el stock de capital productivo en relación al PIB. Así, podemos acotar el comportamiento futuro del producto potencial entre un límite superior que se correspondería con la combinación de los mejores escenarios posibles en todas y cada una de las variables y un límite inferior, resultado de combinar las previsiones más negativas.

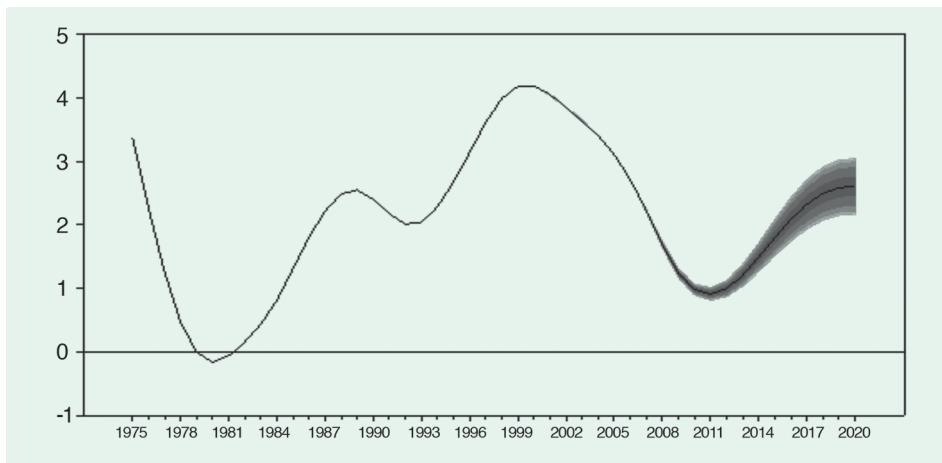
Cuadro nº 6. VALORES OBSERVADOS Y TENDENCIALES DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS DEL CRECIMIENTO EN EL PAÍS VASCO (1980-2020)



Fuente: Elaboración propia

Del contenido del gráfico nº 14 llama la atención especialmente el hecho de que entre 1979 y 1981 el PIB potencial en el País Vasco registre tasas de crecimiento negativas, lo que se debe al impacto especialmente fuerte de la crisis del petróleo en esta región al ser una de las más industrializadas. La industria pesada que caracteriza a la producción de la comunidad vasca se vio fuertemente afectada por la subida del precio del petróleo, debiendo destacarse la aportación que en este sentido realizan Estrada y Hernández de Cos (2009), para quienes un fuerte incremento en los precios de las fuentes energéticas en las que se apoya la economía influye negativamente en su crecimiento potencial.

**Grafico nº 14. ALTERNATIVAS DE CRECIMIENTO POTENCIAL EN EL PAÍS VASCO
(Tasa de crecimiento del PIB potencial)**



Fuente: Elaboración propia.

La escasa probabilidad que existe de que termine por presentarse cualquiera de los dos escenarios extremos nos lleva a afirmar que, en el 2020, el crecimiento potencial del PIB en el País Vasco se situará alrededor del 2,61%, entre el 2,16% en el peor de los casos y el 3,05% en el mejor, siendo el intervalo de confianza, por tanto, de $\pm 17,05\%$. Es también destacable que en el País Vasco las mayores tasas de crecimiento del PIB potencial se alcancen en el año 2000, iniciándose a partir de entonces un período de fuerte retroceso, cuya recuperación se prevé que se inicie ya durante 2013, siendo poco probable que en la década actual vuelvan a presentarse las mismas tasas que se dieron a finales de los noventa, cuando se situaron por encima del 4%.

Una vez que se ha determinado el crecimiento del PIB potencial para los próximos años, así como su evolución en las últimas décadas en el País Vasco, es conveniente analizar cuál es la contribución de los diferentes factores a ese crecimiento, de manera que podamos, posteriormente, extraer conclusiones respecto a la conve-

niencia de profundizar en el modelo hasta ahora seguido, o por el contrario, si es preciso efectuar cambios significativos en el mismo con el fin de conseguir un crecimiento potencial mayor, más estable y duradero.

5.2. Descomposición del crecimiento potencial

De acuerdo con los cálculos efectuados en nuestra investigación, en el cuadro nº 7 se recoge la descomposición de la tasa de crecimiento del producto potencial en sus principales factores determinantes.

Llama la atención la importancia de la productividad por hora de la mano de obra, que en los dos primeros períodos, al igual que en el cuarto, presenta una tasa de crecimiento incluso superior a la del producto potencial. Además, en el tercer período se produce un cambio de tendencia, perdiendo importancia esa productividad en favor de las variables vinculadas al mercado de trabajo, que pese a la caída de las horas trabajadas logran aportar algo más del 50% del crecimiento potencial del período. Sin embargo, la productividad por hora de la mano de obra vuelve a recuperar su protagonismo en el cuarto período en el que de nuevo, y al igual que ocurrió en los dos primeros, supera el crecimiento del PIB potencial, compensando la evolución negativa de otras variables. Por su parte, en el período de proyección la contribución de esa productividad al crecimiento potencial se sitúa en el 88%.

Si descomponemos a su vez la productividad por hora de la mano de obra en las variables que la determinan, observamos una importancia residual y decreciente a lo largo del tiempo, del capital humano, siendo la ratio capital-output y la productividad total de los factores, los principales determinantes del crecimiento.

Asimismo, destaca el papel desempeñado por la tasa de empleo en todas las fases de recuperación económica, incrementándose especialmente su contribución al crecimiento potencial durante estos períodos. Este hecho pone de manifiesto la dualidad y rigidez del mercado de trabajo español.

Si nos centramos en las variables demográficas, resalta la contribución negativa que de manera conjunta presentan en los dos últimos períodos. Sin embargo, mientras que en el período 2006-2011 la contribución negativa de la estructura demográfica (población 15-64 sobre población total) fue la causante de este freno al crecimiento potencial de la región, en el período de proyección la contribución negativa hay que atribuirla al conjunto de la población.

Por otra parte, podemos dividir el período de proyecciones en tres subperíodos distintos, correspondientes a distintas fases de recuperación de la economía, cada vez más intensa, tal y como se recoge en el cuadro nº 8, con el objetivo de analizar si la influencia de los distintos factores determinantes del crecimiento potencial permanecerá estable a lo largo de la década actual o, si por el contrario, se producirán importantes modificaciones en el peso de los mismos.

Cuadro nº 7. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DEL PAÍS VASCO (tasa media de crecimiento anual tendencial, en %)

	ΔY	$\Delta Y/H$	$\Delta K/Y$	ΔPTF	ΔS	$\Delta H/L^d$	$\Delta L^d/L^s$	$\Delta L^s/L^{15-64}$	$\Delta L^{15-64}/L$	ΔL
1970-1981	2,94	3,65	2,01	1,35	0,29	-0,76	-1,28	-0,57	0,42	1,48
1982-1992	1,67	2,15	1,10	0,78	0,27	-0,64	-0,75	0,28	0,73	-0,09
1993-2005	3,40	1,47	0,34	0,91	0,22	-0,38	1,17	1,08	0,04	0,01
2006-2011	1,63	2,32	0,96	1,23	0,14	-0,56	-0,38	0,55	-0,47	0,16
2012-2020	1,96	1,72	0,47	1,14	0,11	-0,22	0,52	0,20	0,20	-0,47

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro nº 8. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL DEL PAÍS VASCO EN EL PERÍODO DE PROYECCIÓN POR SUBPERÍODOS (tasa media de crecimiento anual tendencial, en %)

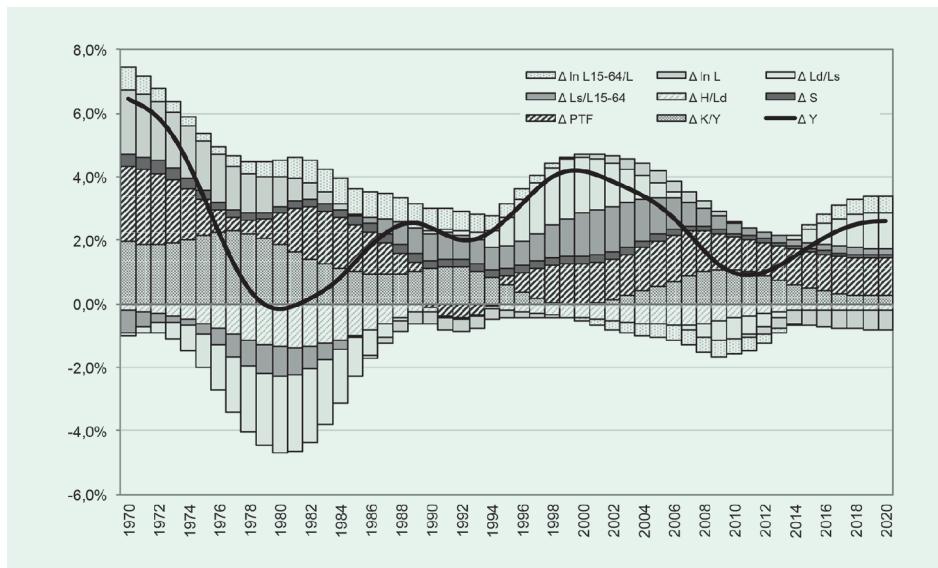
	ΔY	$\Delta Y/H$	$\Delta K/Y$	ΔPTF	ΔS	$\Delta H/L^d$	$\Delta L^d/L^s$	$\Delta L^s/L^{15-64}$	$\Delta L^{15-64}/L$	ΔL
2012-2014	1,23	1,94	0,75	1,08	0,11	-0,26	-0,17	0,20	-0,17	-0,31
2015-2017	2,07	1,67	0,41	1,16	0,11	-0,20	0,64	0,20	0,27	-0,52
2018-2020	2,56	1,55	0,26	1,18	0,11	-0,20	1,10	0,19	0,51	-0,59

Fuente: Elaboración propia.

De su contenido podemos destacar que nuevamente, y en todos los intervalos de recuperación, la productividad por hora de la mano de obra será el principal factor determinante del crecimiento potencial. Así, durante los tres primeros años el crecimiento de esa productividad llegará a ser mayor que el del propio producto potencial, si bien, irá perdiendo importancia poco a poco, pese a lo cual seguirá siendo un factor fundamental en la explicación del crecimiento y, de hecho, será el de mayor peso durante toda la década actual, con un 80,55% entre 2015 y 2017 y un 60,54% durante el último subperíodo.

Por último, y para mostrar la evolución y las proyecciones anuales del crecimiento potencial del País Vasco entre 1970 y 2020, acudimos al gráfico nº 15, que permite, con la perspectiva temporal de medio siglo, contrastar las variaciones que se han producido en los factores determinantes del crecimiento potencial de la región.

Gráfico nº 15. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO POTENCIAL DEL PAÍS VASCO (1970-2020)



Fuente: Elaboración propia.

De su observación podemos concluir que las tasas de crecimiento negativas registradas como consecuencia de la crisis del petróleo de finales de los setenta (como comentábamos al analizar el gráfico nº 14) son debidas a la espectacular caída de la tasa de empleo, lo que nuevamente nos lleva a reflexionar sobre la necesidad de aplicar reformas estructurales en el mercado laboral español que eviten que el ajuste en épocas de crisis se realice en términos de empleo, tal y como está sucediendo en estos momentos, no tanto en el País Vasco como en otras regiones españolas.

Por otro lado, se observa la existencia de una cierta estabilidad en el progreso tecnológico (a pesar de su contribución ligeramente negativa durante la primera mitad de los noventa), siendo la variable que en general muestra una mayor influencia positiva sobre el crecimiento potencial a lo largo de todo el período.

Asimismo, la contribución de la ratio capital-output, al igual que la del capital humano, se mantiene positiva, si bien la primera muestra una desaceleración importante en la segunda mitad de la década de los noventa.

Siguiendo la misma metodología, hemos calculado los datos correspondientes al crecimiento potencial de algunas de las economías regionales españolas que presentan mayores niveles de PIB por habitante, desglosando los factores que lo determinan, con el fin de extraer algunas conclusiones significativas con respecto al modelo de crecimiento estimado de la economía vasca (cuadro nº 9).

Cuadro nº 9. DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL ENTRE 2012 Y 2020 EN ALGUNAS REGIONES ESPAÑOLAS (tasa media de crecimiento anual en %)

	ΔY	$\Delta Y/H$	$\Delta K/Y$	ΔPTF	ΔS	$\Delta H/L^d$	$\Delta L^d/L^s$	$\Delta L^s/L^{15-64}$	$\Delta L^{15-64}/L$	ΔL
País Vasco	1,96	1,72	0,47	1,14	0,11	-0,22	0,52	0,20	0,20	-0,47
Cataluña	1,96	1,10	0,26	0,74	0,11	-0,09	0,70	0,19	0,62	-0,57
Madrid	1,56	1,09	0,09	0,88	0,12	-0,18	0,47	0,15	-0,19	0,22
Navarra	1,66	1,16	0,56	0,48	0,13	-0,19	0,33	0,20	-0,12	0,28

Fuente: Elaboración propia.

De su contenido podemos destacar que el crecimiento potencial medio previsto en el País Vasco supera al de las regiones contempladas, con la excepción de Cataluña, aunque, como hemos visto a lo largo del trabajo, resulta inferior al de décadas precedentes como consecuencia del impacto de la crisis en todo el período proyectado. Además, ese crecimiento potencial se va a centrar, con mayor intensidad que en el resto, en el incremento de la productividad por hora de la mano de obra, y especialmente en el crecimiento de la PTF, si bien, según las estimaciones efectuadas, esta última variable será también relevante, aunque de menor intensidad, en las regiones madrileña y catalana.

En cambio, la contribución del crecimiento de la población, que es negativa, se aproxima al caso de Cataluña, pues en Navarra y Madrid el efecto será favorecedor para el crecimiento potencial. Por último, los factores vinculados al mercado de trabajo (tasa de actividad, tasa de empleo o número de horas trabajadas) ejercerán impactos del mismo sentido, aunque con diferencias de intensidad en las regiones.

Por tanto, el elemento diferenciador más acusado del crecimiento potencial del País Vasco en comparación con otras regiones españolas prósperas lo constituye el aumento de la productividad por hora, motivado especialmente por el avance del progreso técnico, que se convierte pues en la variable fundamental para explicar el crecimiento potencial en esta década en la región objeto de estudio. Una PTF además, como hemos visto, que ha mostrado una gran estabilidad en su contribución a ese crecimiento a lo largo de todas las décadas consideradas, siendo pues el factor que ha contribuido a estabilizar el comportamiento de la economía vasca.

En efecto, esa evolución de la PTF constituye una referencia básica para otras economías regionales, y se constituye pues como la variable de referencia en el crecimiento potencial vasco, lo que permite, tomando como referencia la misma, responder favorablemente a la pregunta formulada en el propio título del trabajo.

6. CONCLUSIONES

El patrón de crecimiento potencial del País Vasco, a lo largo de las últimas décadas, ha descansado en la productividad por hora de la mano de obra, mostrando las variables vinculadas al mercado de trabajo un fuerte carácter procíclico, especialmente en el caso de la tasa de empleo.

Por otro lado, hemos podido comprobar cómo, y al igual que ha ocurrido en otras regiones españolas, el crecimiento potencial se ha desacelerado, observándose una tendencia claramente decreciente desde comienzos de los años 70, lo que pone de manifiesto un cierto agotamiento de su estructura productiva. Esta tendencia que se observa a lo largo del periodo, se hace especialmente patente en los últimos años, fruto del actual período de crisis. Sin embargo las proyecciones obtenidas, nos permiten ser optimistas, ya que apuntan a una recuperación a lo largo de la presente década superior a la registrada en otros períodos expansivos.

No obstante, y en ausencia de reformas estructurales, no parece que vaya a cambiar excesivamente el protagonismo de los factores que hasta ahora han condicionado el crecimiento en esta comunidad, siendo destacable el papel que jugará la tasa de empleo como impulsor del crecimiento, al igual que ha sucedido en todas las fases de recuperación económica. En este sentido, es de esperar que las reformas del mercado laboral que se vienen adoptando, y que sin duda mejoran la flexibilidad y la eficiencia, favoreciendo la movilidad geográfica y funcional, al tiempo que reducen los costes de contratación y despido, empiecen a dar sus frutos, reduciendo la temporalidad y apoyando un comportamiento menos procíclico del empleo.

Asimismo, debemos destacar la importancia del progreso tecnológico en su crecimiento futuro, así como el impacto residual del capital humano sobre el mismo, lo que nos lleva a pensar que, en realidad, la mano de obra en esta región, al igual que ocurre en el resto de España, está formalmente sobrecualificada.

En este sentido, y teniendo en cuenta que ambos factores contribuyen de manera conjunta a la productividad por hora de la mano de obra, en la que descansa, como hemos visto, gran parte del crecimiento potencial vasco, se hace necesario un esfuerzo en materia de innovación e investigación, incidiendo en el factor que ha mostrado una menor sensibilidad a los cambios cílicos, apoyando así un crecimiento a largo plazo mayor, estable y sostenido.

En cuanto al capital humano, habría que buscar una mayor adecuación del sistema educativo a las necesidades reales del mercado laboral, por ejemplo favoreciendo una mayor colaboración entre empresas y universidades, así como fomentando los estudios de grado medio, para evitar el problema de la sobrecualificación, que en muchos casos lleva a que los trabajadores más preparados tengan que emigrar en busca de un empleo más acorde con su formación.

Este hecho acentúa aún más el problema del envejecimiento de la población, que destacamos en último lugar. Este problema, generalizado en la mayor parte de

los países desarrollados y con tendencia a acentuarse en los próximos años, lleva aparejadas multitud de dificultades y ha llevado a cuestionar la sostenibilidad futura del sistema de Seguridad Social. En el caso de la economía vasca, es especialmente preocupante por los efectos negativos que tendrá esta variable (y, por ende, las derivadas del mercado de trabajo) sobre el crecimiento potencial de la economía, por lo que, ante el cambio que estamos observando en la tendencia de los flujos migratorios, se hacen necesarias medidas que impulsen la natalidad con el fin de asegurar una fuerza laboral futura lo suficientemente amplia.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (2001): «Tasa de beneficio, crecimiento económico y distribución de la renta. Una visión postkeynesiana con aplicación a las economías vasca y española en el periodo 1965-1995», *Cuadernos de Azkoaga*, 10. Eusko Ikaskuntza.
- (2010): «Economía vasca 1980-2010: tres crisis y una gran transformación», *Ekonomiaz*, nº 25, 32-95.
- ALONSO-MESEGUR, J. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2004): «El capital humano en España: una estimación del nivel de estudios alcanzado», *Documento de trabajo de FEDEA* nº 2004-08.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011): «Tendencias del producto potencial», *Boletín Mensual*, enero, pp. 79-91.
- (2008): «Evolución del producto potencial a la vista de los cambios acaecidos en los precios del petróleo y en las primas de riesgo de crédito», Recuadro 7, *Boletín Mensual*, diciembre, pp. 77-79.
- (2000): «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, octubre, pp. 37-47.
- BBVA (2008): «Crecimiento del PIB potencial en España 2008-2015», *Situación España nov.* 2008, Servicio de Estudios económicos BBVA, pp. 25-33.
- BENES, J.; CLINTOS, K.; GARCÍA-SALTOS, R.; JOHNSON, M.; LAXTON, D.; MANCHEV, P. y MATHESON, T. (2010): «Estimating potential output with a multivariate filter», *Working paper of IMF* nº 10/285, Fondo Monetario Internacional.
- BORONDO ARRIBAS, C. (2008), «La innovación en la literatura reciente del crecimiento endógeno», *Revista Principios*, nº 12, pp. 11-42.
- CALVO, A. y MINGORANCE, A.C. (2011): «Factores explicativos del crecimiento regional: un análisis para Comunidades Autónomas con estructuras productivas similares», Comunicación presentada a las X Jornadas de Política Económica, 20-21 de octubre de 2011.
- CALVO, A., MINGORANCE, A.C. y BARRUSO, B. (2011): «El modelo de crecimiento de la Comunidad de Madrid (1980 – 2020): un análisis de sus factores determinantes y propuesta de actuación en el contexto de la crisis actual», Comunicación presentada al XXV Congreso de ASEPELT, Santander, 8 al 11 de junio de 2011.
- CALVO, A., MINGORANCE, A.C.; BARRUSO, B. y CALDERÓN, C. (2011): «La necesaria recuperación del «catching-up» tecnológico en el

- modelo de crecimiento económico andaluz», *Revista de Estudios Regionales*, nº 91, pp. 17-44.
- CALVO, A.; PAÚL, J.; BARRUSO, B. y MINGORANCE, A.C. (2011): «Los factores determinantes del crecimiento potencial en la Comunidad de Madrid: propuestas de desarrollo», Proyecto de investigación realizado para la Consejería de Economía y Hacienda de la Comunidad de Madrid. Disponible en web [Consultada en febrero de 2012 (<http://www.madrid.org/cs/Satellite>)]
- CERRA, V. y SAXENA, S. C. (2000): «Alternative methods of estimating potential output and the output gap: an application to Sweden», *Working paper of IMF* nº 00/59, Fondo Monetario Internacional.
- CHAGNY, O. y DÖPKE, J. (2001): «Measures of the output gap in the euro-zone: an empirical assessment of selected methods», *Working paper of Kiel Institute* nº 1053.
- CLAUS, I. (2000): «Estimating potential output for New Zealand, a structural VAR approach», *Discussion Paper of New Zealand Central Bank* nº 2000/03, Banco Central de Nueva Zelanda.
- COHEN, D. y SOTO, M. (2007): «Growth and human capital: good data, good results», *Journal of Economic Growth*, nº 12(1), pp. 51–76.
- CONWAY, P. y HUNT, B. (1997): «Estimating potential output: a semi-structural approach», *Discussion Paper of New Zealand Central Bank* nº 1997/09, Banco Central de Nueva Zelanda.
- CORRALES, F.; DOMÉNECH, R. y VARELA, J. (2002), «Los saldos presupuestarios cíclico y estructural de la economía española», *Hacienda Pública Española* nº 162 (3/2002), pp. 9-33.
- CORREA, M. y MINGORANCE, A.C. (2012): «Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1970-2020», *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 30 (1), pp. 365-399.
- COTIS, J. P.; ELMESKOY, J. y MOUROUGANE, A. (2003): «Estimates of potential output: benefits and pitfalls from a policy perspective», *Documento de la OCDE* del 21 de enero de 2003, OECD.
- DE LA FUENTE, A. (2005): «La educación en las regiones españolas: algunas cifras preocupantes», *Documento de trabajo de la Dirección General de Presupuestos del Ministerio de Hacienda* nº 2005-05, Ministerio de Hacienda.
- DE LA FUENTE, A. y DOMÉNECH, R. (2008): «Human capital, growth and inequality in the Spanish regions», en STIERLE, U.; STIERLE, M.F.; JENNINGS, F. y KUAH, A., (ed.), *Regional Economic Policy in Europe. Challenges for Theory, Empirics and Normative Interventions*, Ed. Edward Elgar, pp. 15-44.
- (2006a): «Capital humano, crecimiento y desigualdad en las regiones españolas», *Moneda y Crédito* nº 222, pp.13-78.
- (2006b): «Human capital in growth regressions: how much difference does data quality make?», *Journal of the European Economic Association*, vol. 4 (1), pp. 1-36.
- (2001a): «Schooling data, technological diffusion and the neoclassical model», *American Economic Review*, 91(2), pp. 323-27.
- (2001b): «Educational attainment in the OECD, 1960-90», *CEPR Discussion Paper*, nº. 3390.
- DE LA FUENTE, A., DOMÉNECH, R. y JIMENO, J. F. (2005): «Capital humano, crecimiento y empleo en las regiones españolas», *Documento de Economía de la Fundación Caixa Galicia*.
- DENIS, C., GRENOUILLEAU, D., MC MORROW, K. y RÖGER, W. (2006): «Calculating potential growth rates and output gaps: a revised production function approach», *Economic Papers* nº 247, Comisión Europea.
- DOMÉNECH, R. (2008): «La evolución de la productividad en España y el capital humano», *Documento de trabajo* nº 141/2008, Laboratorio de Alternativas.
- DOMÉNECH, R.; ESTRADA, A. y GONZÁLEZ-CALBET, L. (2008): «El potencial de crecimiento de la economía española», en VELLARDE, J. y SERRANO, J. M. (coord.), *La economía*, Vol. III de la Colección España Siglo XXI, Ed. Biblioteca Nueva, Madrid.
- DOMÉNECH, R. y GÓMEZ, V. (2003), «Estimating potential output, core inflation and NAIRU as latent variables», *Documento de trabajo de la Dirección General de Presupuestos del Ministerio de Hacienda* nº 2003-06. Ministerio de Hacienda.
- ERAUSKIN-IURRITA, IÑAKI, (2008): «The sources of economic growth in the Basque Country, Navarre and Spain during the period 1986-2004», *Investigaciones Regionales*, Asociación Española de Ciencia Regional, issue 12, pages 35-58.
- (2011): «Accounting for growth in Spain, the Basque Country (and its three Historic Terri-

- tories), Navarre, and Madrid since 1965,» EKONOMIAZ, Gobierno Vasco / Eusko Jaurlaritza / Basque Government, vol. 78(03), pages 270-307.
- ESCRIBÁ Y MURGUI (2009): «Imputs intermedios y productividad total de los factores: Un análisis sectorial de la economía española 1980-2003». Moneda y crédito nº 229.
- ESTRADA, A. y HERNÁNDEZ DE COS, P. (2009): «El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial», *Documento Ocasional del Banco de España* nº 0902.
- ESTRADA, A.; HERNÁNDEZ DE COS, P. y JAREÑO, J. (2004): «Una estimación del crecimiento potencial de la economía española», *Documento Ocasional del Banco de España* nº 0405.
- ESTRADA, A.; PONS, A. y VALLÉS, J. (2006): «La productividad de la economía española: una perspectiva internacional», *Información Comercial Española* nº 829, marzo-abril 2006, pp. 7-25.
- GALLASTEGUI ZULAICA, I. (2000): El crecimiento económico vasco. Aproximación a sus factores explicativos. Caja Laboral-Eusko-diko Kutxa.
- GARCÍA, J.R. (2011): «Desempleo juvenil en España: causas y soluciones», *Documento de trabajo del BBVA*, nº 11/30, Servicio de Estudios del BBVA.
- GERLACH, S. Y SMETS, F. (1999), «Output gaps and monetary policy in the EMU area», *European Economic Review* vol. 43 (4-6), pp. 801-812.
- HANUSHEK, E.A. y WOESSMANN, L. (2009): «Do Better Schools Lead to More Growth? Cognitive Skills, Economic Outcomes, and Causation» *Working paper of NBER* nº 14633, NBER.
- (2007): «The role of education quality for economic growth» *Working paper de la serie Policy Research of World Bank* nº 4122, Banco Mundial.
- HERNÁNDEZ DE COS, P.; IZQUIERDO, M. y URTASUN, A. (2011): «Una estimación del crecimiento potencial de la economía española», *Documento ocasional del Banco de España* nº 1104.
- JONES, C.I. (2002): «Sources of U.S. economic growth in a world of ideas», *American Economic Review* vol. 92(1), pp. 220-239.
- KONUKI, T. (2008): «Estimating potential output and the output gap in Slovakia», *Working paper of IMF* nº 08/275, Fondo Monetario Internacional.
- KUTTNER, K. N. (1994), «Estimating Potential Output as a Latent Variable», *Journal of Business & Economic Statistics, American Statistical Association*, vol. 12, nº 3, pp. 361-68.
- LEMOINE, M.; MAZZI, G.L.; MONPERRUS-VERONI, P. y REYNES, F. (2008): «Real time estimation of potential output and output gap for the euro-area: comparing production function with unobserved components and SVAR approaches», Paper of MPRA nº 13128, Munich Personal RePEc Archive.
- MAS, M. y NAVARRO M. (2012): Un modelo de crecimiento y productividad regional. El caso del País Vasco. Marcial Pons.
- MC MORROW, K. y RÖGER, W. (2007): «La estimación y los usos del concepto de tasa de crecimiento potencial: Perspectiva general de la metodología de la función de producción que utiliza la Comisión Europea», *Papeles de Economía Española* nº 111, pp. 80-98.
- (2001): «Potential output: measurement methods, «new» economy influences and scenarios for 2001-2010. A comparison of the UE-15 and the US», *ECFIN Economic Papers* nº 150. Comisión Europea.
- MISHKIN, F. S., (2007): «Estimating Potential Output», *Conference on Price Measurement for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Dallas, Texas.
- NÚÑEZ, S. y PÉREZ, M. (2002): «Estimación de los stocks de capital productivo y residencial para España y la UE», *Boletín económico del Banco de España*, octubre 2002, pp. 65-72.
- ORPHANIDES, A. y VAN NORDE, S. (2002): «The unreliability of output gap estimates in real time», *Review of economics and statistics* vol. 84, nº 4, pp. 569-583.
- (2000): «The reliability of output gap estimates in real time», *Paper presentado al Econometric Society World Congress* nº 0768, Econometric Society.
- ORTEGA, L. (2008): «Una proyección de tasas de actividad por Comunidades Autónomas 2006-2021», *Documento de trabajo del Instituto Nacional de Estadística* 3/08.
- PASTOR, J. M.; RAYMOND, J. L.; ROIG, J. L. y SERRANO, L. (2007), «Capital humano», *Pa-*

- peles de Economía Española, nº 113, pp 190-206.*
- PENA-TRAPERO, B. (2009), «La medición del Bienestar social: una revisión crítica», *Estudios de Economía Aplicada, vol 27(2)*, pp. 299-324.
- PHÉLON, M. C. (2011), «Revisión de índices e indicadores de desarrollo. Aportes para la medición del buen vivir», *Obets, Revista de Ciencias Sociales, vol 6(1)*, pp. 69-95.
- RAYMOND, J.L. y ROIG, J.L. (2006): «La dotación de capital humano en la economía española», *Información Comercial Española nº 829*, pp. 67-91.
- RÖGER, W. (2006): «The production function approach to calculating potential growth and output gaps estimates for member states and the US», *DG-ECFIN abril 2006*, Comisión Europea.
- SOMARRIBA-ARECHAVALA, N. y PENA-TRAPERO, B. (2008), «Quality of life and subjective welfare in Europe, and econometrics analysis», *Applied Econometrics and International Development, vol 8(2)*, pp. 55-68.
- STAIGER, D.; STOCK, J. Y WATSON, M. (1997), «The NAIRU, Unemployment, and Monetary Policy», *Journal of Economic Perspectives, 11 (1)*, Winter 1997, pp. 33-49.

FUENTES ESTADÍSTICAS

Instituto Nacional de Estadística (2012a), Cifras oficiales de población: Padrón municipal, (http://www.ine.es/inebmenu/mnu_cifraspob.htm).

- (2012b), Contabilidad Regional de España, (http://www.ine.es/inebmenu/mnu_cuentas.htm).
- (2012c), Estimaciones intercensales de población, (http://www.ine.es/inebmenu/mnu_cifraspob.htm).
- (2011d), Encuesta de población activa, (http://www.ine.es/inebmenu/mnu_mercalab.htm).

Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (2010), Serie de capital humano 1977-2010, (<http://www.ivie.es/banco/caphumser10.php>).

Ministerio de Economía y Hacienda (2012), Base de datos regionales de la economía española Bd.Mores, Dirección General de Presupuestos del Ministerio de Economía y Hacienda. (http://www.igae.meh.es/SGPG/Cln_Principal/Presupuestos/Documentacion/).

Ministerio de Industria (2012), Encuesta de Coyuntura Laboral.

Idescat (2012), Proyecciones de población por edades (<http://www.idescat.cat/cat/idescat/publicacions/cataleg/pdfdocs/pp2021-2041pr.pdf>).

ANEXO 1

Datos utilizados y fuentes estadísticas (1964 – 2011)

Población total: Se ha obtenido de la serie histórica de población, construida a partir del Padrón Municipal a 1 de enero, que ofrece BdMores, lo que nos permite acceder a una serie continua desde 1964 hasta 2009, mientras que el dato del 2010 se obtiene del Padrón.

La **población en edad de trabajar** se ha obtenido, para el periodo 1971-1997, de las estimaciones intercensales de población que ofrece el INE. La serie se ha extendido hasta 2010 con datos del Padrón, y los datos previos hasta 1964 se han obtenido del IVIE.

Las **variables relacionadas con el mercado de trabajo** (población activa, parada y ocupada) se han tomado del IVIE, mientras que las correspondientes tasas se han calculado a partir de los datos obtenidos.

Las **horas medias trabajadas** se obtienen, para el periodo 1975-2010, de la serie horas medias por trabajador equivalente de la Encuesta de Coyuntura Laboral del Ministerio de Economía y Hacienda. La serie se ha extendido hasta 1964 con los datos que para el conjunto de la economía española ofrece la OCDE.

La serie de **capital humano** se ha obtenido del IVIE, quién ofrece los años medios de escolarización, bajo el sistema educativo LGE, de la población ocupada por sectores, y se ha corregido en función del peso de cada uno de éstos en el empleo total de la Comunidad.

Para la obtención del **stock de capital productivo en relación al PIB** ha sido necesario construir primero la serie de inversión productiva así como la del PIB, ambas a precios constantes del año 2000. El PIB, entre 1980 y 2010, se ha tomado de la contabilidad regional del INE, extendiéndose hacia atrás a partir de la serie de valor añadido a precios constantes que ofrece De la Fuente (2008). Por su parte, la serie de inversión y de stock de capital físico productivo se han obtenido de la Fundación BBVA, quien ofrece series homogéneas, entre 1964 y 2008, del valor de mercado de la inversión productiva real y del stock productivo real. Una vez obtenida la serie de inversión, y fijada la tasa de depreciación, se reconstruye, a través del método de inventario permanente, la serie de *stock* de capital productivo real para el País Vasco hasta el año 2010.

APÉNDICE

$$Y_t = A_t \cdot K_t^\alpha \cdot (h_t \cdot L_t^d)^{1-\alpha} \cdot \exp^{\beta \cdot s_t}$$

elevamos ambos miembros de la ecuación al exponente $\frac{1}{1-\alpha}$ y dado que $h_t \cdot L_t^d = H_t$ (véase página 282, ecuación [3])

$$Y_t^{\frac{1}{1-\alpha}} = (A_t \cdot K_t^\alpha \cdot H_t^{1-\alpha} \cdot \exp^{\beta \cdot s_t})^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

$$Y_t^{\frac{1}{1-\alpha}} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \cdot K_t^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \cdot H_t \cdot \exp^{\frac{\beta \cdot s_t}{1-\alpha}}$$

dividimos por H_t ambos miembros de la ecuación

$$\frac{Y_t^{\frac{1}{1-\alpha}}}{H_t} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \cdot K_t^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \cdot \exp^{\frac{\beta \cdot s_t}{1-\alpha}}$$

dividimos por $Y_t^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}$ ambos miembros de la ecuación

$$\frac{Y_t^{\frac{1}{1-\alpha}}}{H_t \cdot Y_t^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \cdot \left(\frac{K_t}{Y_t}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \cdot \exp^{\frac{\beta \cdot s_t}{1-\alpha}}$$

finalmente, llegamos a:

$$\frac{Y_t}{H_t} = A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} \cdot \left(\frac{K_t}{Y_t}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} \cdot \exp^{\frac{\beta \cdot s_t}{1-\alpha}}$$

Impact of a new accounting standard on social and environmental mandatory reporting in financial statements: The case of largest companies in Gipuzkoa (2007-2008)

Este estudio centra su análisis en la revelación de información social y medioambiental obligatoria por parte de grandes empresas guipuzcoanas tras la entrada en vigor en España del nuevo Plan General Contable 2007 en el año 2008. El objetivo de este trabajo es analizar el impacto de la entrada en vigor del nuevo Plan General Contable en la revelación de información social y medioambiental. Para ello se ha aplicado el análisis de contenido a los informes anuales de los años 2007 y 2008 y se han calculado dos índices de revelación. Los resultados muestran un elevado grado de cumplimiento con la norma pero baja calidad de la información. Las empresas analizadas responden al cambio en el marco regulatorio aceptándolo, aunque en algunos casos sólo de manera simbólica.

Espainiak 2007ko Kontabilitateko Plan Orokor berria 2008an indarrean jarri ondoren Gipuzkoako empresa handiek gizarte- eta ingurumen-informazioa jakinarazteko duten betebeharra aztertzen du azterlan honek. Kontabilitateko Plan Orokor berria indarrean jartzeak gizarte- eta ingurumen-informazioaren deklarazioan izandako eragina neurtea du helburu. Hartarako, 2007ko eta 2008ko txostenei eduki-analisia aplikatu zaie, eta bi jakinarazte-indize kalkulatudira. Arauaren betetze-maila handia erakutsi dute emaitzek; informazio-kalitate txikia, ordea.

This paper sets out to analyze the disclosure of mandatory social and environmental information by a sample of large companies in Gipuzkoa after the new accounting standard «Plan General Contable 2007» was issued and came into force in Spain in 2008. The objective of this study is to explore the impact of the new standard in the disclosure of mandatory social and environmental information. To that end the content analysis of the annual reports for 2007 and 2008 was carried out and two disclosure indexes were developed. Results evidence a high level of compliance with the standard but low quality information. Companies under study seem to respond to changes in the regulatory framework accepting it but in many cases only symbolically.

Nagore Aranguren Gómez
Elena Ochoa Laburu
Juan Luis Ochoa Laburu
Universidad de Deusto

321

Table of contents

1. Introduction
 2. Background and literature review
 3. Method
 4. Results and discussion
 5. Concluding remarks
- References
Appendix

Keywords: corporate social responsibility, mandatory information, content analysis, Plan General Contable 2007.

JEL codes: M14, M41.

1. INTRODUCTION

The pressure on firms to be «socially responsible» continuously increases and originates from a range of stakeholder groups, including customers, communities, employees, governments and shareholders (Sethi, 2003a). Companies have responded to this pressure in a variety of ways (Hess and Warren, 2008). Since the growing interest in the social and ethical behavior of companies has produced an increasing demand on social and environmental information, companies have responded reporting increasingly on social and environmental issues (KMPG, 2011).

Corporate social and environmental reporting is aimed at different stakeholders and implies extending the accountability of organizations beyond financial accounting, on the understanding that organizations not only have financial but also social, ethical and environmental responsibilities (Gray *et al.*, 1996). Corporate social and environmental information has been traditionally provided on a voluntary basis. However, it has been questioned whether this form of reporting

serves the purpose of accountability (Criado *et al.*, 2008), since voluntary information is characterized by its lack of neutrality and objectivity (Deegan and Rankin, 1996; Adams, 2004) and consequently, by its lack of credibility (Dando and Swift, 2003). Thus, there has been an increasing demand on compulsory social and environmental reporting (Deegan *et al.*, 2002; Freedman and Patten, 2004; Mobus, 2005) that could enhance the quality of this information by making companies liable for any misstatements (DeTienne and Lewis, 2005).

322 Legitimacy theory is the dominant perspective on social and environmental reporting literature. It has been applied to voluntary social and environmental reporting and by extension to mandatory reporting. However there are different views on its contribution to explain mandatory reporting. While authors such as Patten (2005) and Llena *et al.* (2007) contend that firms use compulsory environmental disclosures to improve their legitimacy, Adams *et al.* (1995) contend that this theory cannot explain non-compliance with regulatory norms since legitimacy theory suggests that firms wish to be seen as complying with the law. Criado *et al.* (2008) tries to reconcile these apparently contradictory results through an enhanced perspective of the legitimacy theory, the impression management perspective.

On this basis the present paper seeks to assess and understand the impact of the new regulatory framework on social and environmental disclosures. This twofold objective can be translated into the following research questions: Does a new regulatory framework enhance the quality of social and environmental information? Can legitimacy theory explain the disclosure patterns of companies in the presence of regulation? Are there other factor influencing social and environmental information after a new standard has been issued?

With this aim in sight, this paper analyses the disclosure of mandatory social and environmental information by a sample of largest companies in Guipúzcoa, after the new accounting standard «Plan General Contable 2007» (PGC 2007) was issued in 2008.

This study contributes to previous literature in several ways. First, the study extends prior research by providing further insight into mandatory disclosures of both employee and environmental issues. Second, the study adds to the research on mandatory information by focusing on a specific region, Guipúzcoa. To our knowledge most of prior literature on mandatory information, which is on the increase, has focused on big quoted companies at a national or international level. Guipúzcoa has an industrial structure in which small and medium sized companies dominate economic activity. Within this context, companies under study, can be considered to be large, albeit much smaller than the top quoted companies analysed in most of previous literature, which could lead to different results.

The paper is organized as follows. First, social and environmental reporting regulation and a review of the literature relating specially to mandatory social and environmental reporting and the legitimacy theory perspective are presented and specific hypothesis are proposed. The methodological approach is next introduced followed by a description of the variables. Thereafter, the results of the analysis are reported and discussed before some concluding remarks are presented.

323

2. BACKGROUND AND LITERATURE REVIEW

2.1. Social and Environmental reporting regulation

In the old debate about voluntary versus compulsory social and environmental accounting and reporting (Gray *et al.*, 1996) several empirical evidences produced a positive context in favor of compulsory standards. The fact that voluntary information is characterized by its lack of neutrality and objectivity (Deegan and Rankin, 1996; Adams, 2004) and consequently, its lack of credibility (Berthelot *et al.*, 2003; Dando and Swift, 2003), questions whether this form of reporting is able to meet the demands of stakeholders and achieve effective accountability (Criado *et al.*, 2008).

Such evidence has led to scholars in the business ethics and accounting literature to demand for social and environmental reporting to be regulated in order to enhance its quality (Criado *et al.*, 2008). Larrinaga *et al.* (2002) focusing on environmental information argue that environmental legislation could improve reporting by avoiding a) the difference between companies that disclose and companies that do not, b) opacity regarding bad news; c) disclosure of non-audited information. Deegan and Rankin, (1996, 1997) and Owen *et al.* (1997) have also called for accounting regulators to place the development of environmental accounting and disclosure standards on the agenda, while Gray *et al.* (1996) assert that «the most appropriate solution for Europe is to go down the route of making social reporting mandatory».

The poor quality of social and environmental reporting was an argument employed by the European Commission in its *Recommendation of 30 May 2001 on the recognition, measurement and disclosure of environmental issues in the annual accounts and annual reports of companies* (2001/453/EC). More recently a favorable position toward regulation was also demanded by the Global Reporting Initiative (GRI) in its *Amsterdam Declaration on Transparency and Information* (March 2009), calling on governments to introduce policies requiring companies reporting on environmental, social and governance or explain publicly why they have not. On October 2011 the European Commission has announced a legislative proposal on the social and environmental information provided by companies in all sectors within its *renewed EU strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*.

Some European countries such as Denmark, Sweden, Finland, Portugal, France and Spain adapted their accounting legislation to conform to the European Recommendation (2001/453/EC), enacting an obligation for companies to report on environmental issues in their financial statements. In the case of Spain after the standard on environmental disclosure (included in an electricity sector accounting standard) issued in 1998 by ICAC¹, which attained a very low level of compliance (Larrinaga *et al.*, 2002), the Spanish Government issued a similar but more comprehensive standard (ICAC-2002) in 2002 complementing the previous one. Additionally in 2008 came into force a new accounting standard (Plan General Contable 2007) which replaced the previous one (Plan General Contable 1990) and also de ICAC-2002 standard. This new «Plan General Contable 2007» was the result of trying to set up a new accounting standard compliant with the Directives of the European Union considering the IAS/IFRS adopted by the European Union Regulations².

The new accounting standard which came into force in 2008 incorporates in its note 15 to the financial statements almost the same items of environmental information included in the ICAC-2002 standard, except for «accounting policies on restoration and remediation of contaminated sites» not included in the new one. Thus, it could be argued that as far as environmental information is concerned, the new accounting standard does not represent a new regulation in itself but a new regulatory framework.

As regards the information on employees, the previous accounting standard (PGC 1990) required companies to report on some aspects such as the average number of employees by category, personnel expenses, or provisions on retirement among others. The new accounting standard incorporates new elements with particularly regard to provisions.

¹ The Spanish standard setter is the Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC-Accounting and Auditing Institute) which is a government agency.

² In the year 2000 and with the view of making the financial information of European companies more consistent and comparable, the European Commission recommended to other European Community institutions that the consolidated annual accounts of listed companies be prepared applying the accounting standards and interpretations issued by the International Accounting Standards Board (IASB). European Parliament and Council Regulation 1606/2002 introduced in July 2002, defined the process for the European Union to adopt International Accounting Standards (IAS/IFRS). This Regulation made it mandatory to apply these standards in the consolidated annual accounts by listed companies, leaving member states to decide whether to allow or require direct application of the adopted IAS/IFRS to the individual annual accounts of all companies and/or to consolidated annual accounts of other groups. In Spain, the Expert Committee created by the Ministry of Economy after analysing the scope of the European decision recommended that individual accounts should continue to be prepared under Spanish accounting standards, appropriately revised to harmonise the accounting information and make it comparable in keeping with the new European requirements. Based on this consideration the Spanish legislator stipulated that the individual accounting information of Spanish companies should continue to be prepared under the accounting principles set out in Spanish accounting and commercial law. The amendments proposed by the Expert Committee were enacted by Law 16/2007 which revised and adapted commercial law to bring accounting standards into line with European Union Regulations and authorized the government to approve the new General Accounting Plan (Plan General Contable 2007).

2.2. Literature review on mandatory social and environmental disclosures

Previous studies focused on mandatory social and environmental disclosure have examined if this activity has effectively enhanced the quality of social and environmental information and has therefore contributed to meeting the demands of stakeholders and achieving effective accountability (Adams *et al.*, 1995; Larrinaga *et al.*, 2002; Cowan and Gadenne, 2005; Mobus, 2005; Patten, 2005; Frost, 2007; Llena *et al.*, 2007; Criado *et al.*, 2008).

Some of these studies have thrown disappointing results. Focusing on social and environmental mandatory disclosures in Spain, Larrinaga *et al.*, (2002) developed a study on the standard issued in 1998 by ICAC that was the first attempt to regulate environmental accounting in Spain. Results evidenced a general lack of compliance with the standard (80% of the Spanish companies included in their study failed to report any of the information required), which was therefore insufficient to enable new accountability relations. A low level of disclosure was also evidenced in investigations on compliance by Norwegian companies with mandatory environmental reporting under the Norwegian Accounting Act (Vormedal and Ruud, 2009; Fallan and Fallan, 2009). Similar unsatisfactory results were observed in investigations on compliance by U.S. firms with mandatory disclosures on environmental liabilities (Alciatore and Dee, 2006; Freedman and Stagliano, 2002, Hummels and Timmer, 2004) and on projections for future environmental capital expenditure (Patten, 2005).

With regard to mandatory information on employees, Adams *et al.* (1995) analysed voluntary and mandatory reporting on equal opportunities in the financial statements of the top 100 UK companies and concluded that there was substantial non-disclosure of items required by law. Day and Woodward (2004) examined disclosures on employees in the UK revealing a high degree of non-compliance. Similar unsatisfactory findings were evidenced by Vormedal and Ruud (2009) in the analysis of the 100 largest firms in Norway, since they found that only half of the firms complied with the legal reporting provisions on working environment and gender equality.

Some more encouraging results were found by Bebbington (1999) whose study revealed that 83% of Danish companies reported the basic information required by the Danish Environmental Protection Act. Other major findings of research on mandatory environmental reporting in Australia suggest that transparency increases as a result of the introduction of the regulatory requirement (Frost, 2007) and that stakeholders may be more likely to receive information that is less favourable to the corporation and potentially provide a more balanced view of environmental performance within a legislated disclosure environment (Cowan and Gadenne, 2005). An increase in the published environmental information (Llena *et al.* 2007), in particular on bad news (Criado *et al.* 2008) was also evidenced in investigations on the Spanish ICAC-2002 standard.

2.3. Legitimacy theory perspective

The literature describes legitimacy as congruence between an organization's value system and that of the larger social system of which it is a part. The organization is said to be unable to prosper or even survive if it is not seen to espouse outputs, goals and methods that society finds acceptable (Villiers and Van Staden, 2006). The concept of social legitimacy is based on the belief that organizations must continually demonstrate they are operating within the norms and values of society (Patten, 2005). Where the actual or perceived actions of a firm depart from these values, the social legitimacy of the corporation is threatened (Dowling and Pfeffer, 1975; Milne and Patten, 2002; Patten, 2005).

Dowling and Pfeffer (1975, p. 127) argue that while an organization can «adapt outputs, goals and methods of operation to conform to prevailing definitions of legitimacy» it might instead use communication in an attempt to alter the definition of, or to project an image of legitimacy (Patten, 2005). Newson and Deegan (2002, p. 185) contend that «legitimacy is assumed to be influenced by disclosure of information and not simply by (undisclosed) changes in corporate actions». Deegan *et al.*, (2000) also confirm this notion that legitimacy is about disclosures.

The use of voluntary social and environmental reporting as a tool for gaining or maintaining social legitimacy has been evidenced in the empirical literature (Patten, 1992; Brown and Deegan, 1998; Deegan *et al.*, 2002; Cowan and Deegan, 2011). But can legitimacy theory explain the disclosure patterns of companies in the presence of regulation? If we focus on mandatory social and environmental disclosures, contradictory results have been observed in previous studies. Patten (2005), Alciatore and Dee (2006) and Llena *et al.* (2007) contend that firms are using compulsory environmental disclosures to improve their legitimacy in the eyes of the public, whereas Adams *et al.* (1995) believe that legitimacy theory does not explain non-compliance with regulation, since legitimacy theory suggests that firms wish to be seen complying with the law. From a broader perspective of the legitimacy theory, the so called impression management perspective, Criado *et al.* (2008) explain the (lack of) compliance with the ICAC-2002 standard through diverse strategies, ranging from dismissal, ignoring institutional rules (Oliver, 1991), to concealment, disguising non conformity behind a façade of acquiescence (Oliver, 1991, p.154).

One of the aims of this study is to assess whether the new regulatory framework enhance the quality of social and environmental information. Whereas a dismissal strategy is more likely while the standard is poorly designed and the expectations as to its enforcement are low, the progress of social and environmental disclosures, prompted by more developed regulation suggests that further improvements in the regulation might well lead to better reporting (Criado *et al.*, 2008). The new accounting standard (Plan General Contable 2007) can be considered as a reinforcement of the previous ICAC-2002 standard regarding environmental

information and a more developed regulation as regards social information. As a result we could expect the following hypothesis to be confirmed:

H1: Subsequent to the new regulatory framework, mandatory social and environmental disclosures will improve.

Previous literature has evidenced that even under a progressive and improved regulation on social and environmental information, there still remains a considerable level of non-compliance. According to Adams *et al.*, (1995) non-disclosure cannot be explained by legitimacy theory since firms wish to be seen complying with the law. Oliver (1991) contends that an apparent conformity with the law is sufficient for the attainment of legitimacy and suggests that companies use concealment tactics in order to manage an impression of compliance with the regulation, although the information disclosed does not really meet the demands of the stakeholders. Concealment strategies could take the form of window dressing or ritualism (Oliver, 1991) showing the company operating in harmony with the environment and failing to disclose those elements where they do not have the appropriate policies or elements that could make the company more vulnerable to external criticism (Adams *et al.*, 1995). As a result we could expect the following hypothesis to be confirmed:

H2: In spite of the new regulatory framework, mandatory social and environmental disclosures will be biased towards positive information and there will be ritual non-materiality statements.

3. METHOD

3.1. Sample

This paper analyses annual accounts of non-financial large companies (more than 250 employees³) operating in Guipúzcoa. From the 64 companies fulfilling the above mentioned conditions 15 were found not to have deposited their annual accounts in the corresponding Public Registry or to have done it incomplete or not correctly or not to have followed the new accounting standard (PGC 2007) in their annual accounts and were therefore removed from the sample. The final sample

³ According to the European Commission 2003/361/CE Recommendation, small and medium sized companies are defined as those companies with less than 250 employees as main criteria. Companies under study operate in a region with an industrial structure, in which small and medium sized companies dominate economic activity. Within this context, companies with more than 250 employees can be considered as large companies. Additionally, the new accounting standard allows companies to use standard or abbreviated models for the documents that comprise the annual accounts, depending on some criteria. The standard model is more comprehensive and requires companies to disclose more information than the abbreviated model. In order to use the more comprehensive standard model for the annual accounts, companies have to meet some conditions, being the number of employees higher than 250 one of them. Taking into account that this study focuses on the disclosure of information in the annual accounts, we were interested in companies that used the standard model.

included 49 companies. Industries are categorized adapting the CNAE-93 (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) classification in the following four sectors: basic materials, industry, consumer goods and consumer services.

The analysis of the annual accounts for the 2007 and 2008 financial years provided insight into the effects of the new accounting standard (PGC 2007) as it came into force (2008) in comparison with the previous situation (2007).

3.2. Content Analysis

Content analysis is a widely applied technique in social and environmental reporting research not only in voluntary disclosure studies (see Ernst & Ernst, 1978, Gray *et al.*, 1995b; Hackston and Milne, 1996) but also in those of mandatory information (Llena *et al.*, 2007; Criado *et al.*, 2008). Krippendorff (1980) defines content analysis as «a research technique for making replicable and valid inferences from data according to their context.» A thematic content analysis (Jones and Shoemaker, 1994) is used in this study, which involves, the construction of a classification scheme and, the definition of a set of rules for the coding, measurement and recording of the data that is to be classified (Milne and Adler, 1999).

Table 1. MANDATORY INFORMATION ON EMPLOYEES

Elements
Average number of employees by category
Average number of employees by gender
Breakdown of personnel expenses
Accounting criteria on personnel expenses
Accounting criteria on provisions for pensions and other employee obligations
Provisions for long-term compensation packages
Accounting criteria on provisions for compensation for planned adjustments to the workforce
Provisions for compensation for planned adjustments to the workforce
Accounting criteria on provisions for restructuring plans
Provisions for restructuring plans
Accounting criteria on provisions for shared-based payments
Provisions for shared-based payments

Source: adapted from PGC 1990 and PGC 2007.

Regarding the classification scheme and since the paper focuses on mandatory social and environmental information, the required information is determined by the accounting standard itself both regarding information on employees (see Table 1) and environmental information (see Table 2).

The measurement, in turn, involves assigning the disclosure of information a numerical value according to specific rules (Perez, 2006). The disclosure indexes

used in this paper to measure the disclosure of information will be described as the variables are characterized.

Table 2. MANDATORY ENVIRONMENTAL INFORMATION (ICAC-2002 AND PGC 2007)

Elements	Items
Environmental expenses	Accounting policy on environmental expenses Environmental expenses
Environmental incomes	Deductions on investments to reduce environmental impact Environmental capital subsidies Environmental incomes
Environmental assets	Accounting policy on environmental assets Environmental assets
Environmental liabilities	Accounting policy on environmental provisions Accounting policy on restoration and remediation of contaminated sites Risks and expenses of environmental provisions Environmental contingencies

Source: adapted from Pérez (2006).

329

3.3. Variables

Compliance with the standard and quality of information

Two disclosure indexes (INDCUM and INDCAL) derived from content analysis (Pérez, 2006) both in regard to information on employees and environmental information. In contrast to previous studies (García Ayuso and Larrinaga, 2003; Hibbitt, 2003; Criado *et al.*, 2008) no measures have been used to quantify the volume of disclosure and that is because this paper aims to analyze the adoption of a standard, which is not necessarily related to the extent or space occupied by the data (Pérez, 2006).

The first index derived from content analysis (INDCUM) measures the presence or absence of each aspect demanded by the accounting standard by giving a 1 if the attribute appears in the information or a 0 if not (Llena *et al.*, 2007; Pérez, 2006; Alciatore and Dee, 2006).

The second index derived from content analysis (INDCAL) evaluates the specificity of the information disclosed and is computed following two different scales (Pérez, 2006). Those items related to accounting policies are measured with a dichotomous scale and are given a 3 if the item is reported and a 0 if not, since they are considered to be exclusive data (Giner, 1995). For the remaining items a four-

value-scale was used, giving a 0 if no information is provided, a 1 if the information is not significant or the item does not exist, a 2 if detailed narrative or qualitative information is provided and a 3 if quantitative information is provided. Several examples can be found in previous literature that score the disclosure in accordance with various categories (Wiseman, 1982; Carmona and Carrasco, 1988; Bewley and Li, 2000; Cormier *et al.*, 2005) also regarding mandatory information (Bubna-Litic, 2004; Vormedal and Ruud, 2009).

INDCUM and INDCAL were computed as the ratio of each company's score over the maximum possible score and were presented on a scale of 0-1.

Positive and negative information

The results of some studies indicate that environmental reporting is incomplete (Deegan and Gordon, 1996; Deegan and Rankin, 1996; Moneva and Llena, 2000) in particular regarding the non-disclosure of bad news. In this paper both the compliance index and the quality index regarding environmental information have been split into two additional variables, which are also measured on a scale of 0-1, according to the type of information (positive or negative). Drawing on Deegan and Gordon (1996) and Criado *et al.* (2008) environmental investments and environmental costs were considered to be «good news» as they present the company to the stakeholders as undertaking actions to minimize its environmental impact. On the contrary, disclosures on environmental provisions and contingencies are considered as «bad news» since they refer to information about activities having a negative, deleterious impact on society, or failures in attempts to overcome social problems (Deegan and Gordon, 1996) and a challenge to the legitimacy of the company (Mobus, 2005).

Accounting Regulation

Previous findings suggest that progressive and improved regulation could increase the volume and quality of social and environmental disclosure (Rodriguez and Lopez, 2004; Mobus, 2005, Criado *et al.*, 2008). In this paper NUEVOPGC is a dummy variable that takes the value one (1) in 2008 as it came into force the new accounting standard (PGC 2007) and zero (0) in the previous year. Early accounting studies have used similar variables to analyze the effect of regulation (Mobus, 2005). We expect the new regulatory framework to have a positive effect on mandatory social and environmental information disclosures.

Control Variables

Size is often associated with increased visibility of the organization and the ensuing scrutiny it receives from the public, being the largest companies the most visible ones and thus the ones that provide more and better information (Patten, 1991; Gray *et al.* 2001; Hibbitt, 2003). Stated differently, larger firms are watched more closely than smaller companies. Size is expected to be a factor that positively in-

fluences the disclosure of information. LTOTACT represents the logarithm of total assets of the company and has been included in this study to control for the size effect (Villiers and Van Staden, 2011).

The socio-political approach draws on the idea that the most profitable companies disclose social and environmental information to show their contribution to social welfare (Pérez, 2006). A number of early accounting studies have suggested a relationship exists between social and environmental disclosures and financial performance, although not all of them have documented the existence of a consistent relationship (Cowen *et al.*, 1987; Hackston and Milne, 1996; Archel, 2003, García-Ayuso and Larrinaga, 2003). Some early studies and other recent ones have found a positive relationship between profitability and social and environmental disclosures (Roberts, 1992; Alnajjar, 2000; Gray *et al.*, 2001; Zain and Janggu, 2006; Lassaad and Khamoussi, 2012; Uwuigbe and Egbide, 2012). Thus, we expect a positive effect of company's profitability on social and environmental disclosures. The ROE variable has been included in this study to control for effects of financial performance on social and environmental disclosures (Cowen *et al.*, 1987; Roberts, 1992; García-Ayuso y Larrinaga, 2003).

Environmental sensitivity draws on the potential or actual impact that companies operating in a given industry may have or have had on the environment (García-Ayuso and Larrinaga, 2003). It has been argued that companies operating in more sensitive industries receive more attention from stakeholders and have greater incentives to improve their image and project a positive social image through the disclosure of information. A number of early studies have found that companies operating in more sensitive industries tend to disclosure a greater amount of environmental information (Hackston and Milne, 1996; Hibbitt, 2003, Aranguren, 2008). Therefore, environmental sensitivity is expected to be a factor that positively influences the disclosure of environmental information. In this paper the environmental sensitivity of an industry is measured through IMPACTOMA which is defined as a dummy variable that takes the value one (1) if the firm belongs to one of these sub-sectors: paper, chemicals, metal and construction and zero (0) otherwise (Llena *et al.*, 2007, Criado *et al.*, 2008).

4. RESULTS AND DISCUSSION

Descriptive statistics for environmental information and for information on employees are displayed in Table 3 and 4 respectively.

The analysis of environmental disclosures displayed in Table 3 reveals that the compliance index (INDCUM) is considerably higher than the quality index (IND-CAL). Companies have attained a high level of compliance with the standard, 80% in 2007 and nearly 90% in 2008, but do not provide complete information, as evidenced by the low quality index values. These results are consistent with those obtained by Criado *et al.* (2008).

It could be argued, as suggested by Criado *et al.* (2008), that these results can be affected by the lack of materiality of some environmental aspects of the new standard (PGC 2007) to some companies, due to the industrial activity they carry out. Thus, the compliance and quality indexes have been computed separately for companies operating in more sensitive industries and for those operating in less sensitive industries. Mann-Whitney non-parametric test revealed no significant differences in the average compliance indexes between the two groups, but significantly higher quality index for companies situated in more environmentally sensitive industries both in 2007 and 2008, although lower than 0,5 in both cases (see Table 3 panel C).

Content analysis reveals that companies disclose more information on environmental assets and expenses (good news) than on environmental liabilities (bad news) (see Table 3 panel A). The compliance indexes are high both in terms of good news and bad news, however, the good news quality index is significantly higher than the bad news quality index (see Table 3 panel D). This result shows that environmental disclosures are biased towards positive information that is favorable for the company image, which is consistent with previous literature (Llena *et al.*, 2007, Criado *et al.*, 2008).

Regarding information on employees, results also show that compliance index is higher than quality index (see Table 4). Companies have achieved a high level of compliance with the standard both in 2007 and 2008 (85% and 88% respectively). Only the criteria for personnel costs shows a low compliance index.

However, the quality of the information is low (37% in 2007 and 49% in 2008), i.e. the information provided is not complete or at least not for each and every aspect included in the new accounting standard. Some elements such as the breakdown of employees by gender and by categories and the breakdown of personnel expenses, have attained a quality index that equals the compliance index, due to the fact that all companies providing such information do so entirely satisfying the mandatory requirement. By contrast, in terms of the four types of provisions, the compliance indexes are much higher than those of quality, because the companies that do have such provisions do not fully report on them.

New accounting standard and changes in social and environmental disclosures

As regards environmental information although there is no substantial change in the information required by the new standard, the nonparametric Wilcoxon test has revealed a significant increase in environmental average compliance index ($p < 0.05$), albeit not in its quality index (see Table 5 panel A).

However, it seems that after the new accounting standard (PGC 2007) was issued the relative increase of bad news quality index was higher than that of good news, albeit not statistically significant (see Table 5, panel B). Larrinaga *et al.* (2002) suggest that legislation could improve environmental reporting by avoiding opacity

regarding bad news. Results obtained in this paper reveal that the new standard (PGC 2007) has positively contributed in this regard, since the quality of the negative information (bad news) has improved, which may also contribute to improve the credibility of the information disclosed.

It is interesting to note here that the increase of the compliance index is higher for companies in less environmentally sensitive industries than for those in more environmentally sensitive industries. Companies in less environmentally sensitive industries are the only ones that have experienced a significant increase in their average compliance index (0,8082 in 2007 and 0,9067 in 2008). This suggests that after ICAC-2002 environmental requirements have been included in the new accounting standard (PGC 2007), environmental reporting practices have also been followed by companies in less environmentally sensitive industries.

All this findings are consistent with H1 that suggested an improvement in social and environmental information through the new regulatory framework.

It could also be argued that through the new regulatory framework that arises after the incorporation of the environmental elements of the ICAC-2002 standard into the new accounting standard (PGC 2007), it turns out to be more difficult to blatantly dismiss the disclosure obligation. However, it is worth stressing here the low quality of the information. Companies do not dismiss the standard as regards to environmental information but do not inform transparently. It seems that years after the implementation of the ICAC-2002 standard and once its elements have been incorporated into the new standard (PGC 2007), companies under study engage in some kind of concealment strategy as described by Criado *et al.* (2008), that is «disguising nonconformity behind a façade of acquiescence»(Oliver, 1991). This is supported by low quality levels, disclosure biased toward positive information (good news) and some insubstantial disclosure, that is, inconsistent statements denying the applicability of the standard regarding environmental information which, however, are accompanied by some kind of environmental disclosure, thus confirming H2.

A statistical model tests the relationship between the variables of interest using regression analysis. Regression analysis has not yielded any valid model to explain the behavior of the compliance index. The new accounting standard (NUEVOPGC) is not a statistically significant determinant of current environmental information compliance index, although the Wilcoxon test has shown a significant increase in this index between the two financial years.

As regards the environmental quality index, the regression analysis is consistent with expectations (see Table 6 panel A). Although not all variables have a significant effect on the quality of the environmental information the signs of all determinant variable coefficients are consistent with expectations. The size control variable (LTOTACT) is positively related to environmental quality index, indicating that as size increases the environmental information provided has better quality.

The fact that environmental sensitivity (IMPACTOMA) is a statistically significant determinant of environmental quality index is consistent with the results obtained in the Wilcoxon test, which shows significant differences in the quality of environmental information between companies operating in less environmentally sensitive industries and those operating in more environmentally sensitive industries. This results are consistent with previous empirical studies (Llena *et al.*, 2007 and Criado *et al.*, 2008) and with the literature based on legitimacy theory, which states that companies with higher environmental visibility provide more environmental information to align company's activities and values with social expectations.

As far as information on employees is concerned, the new accounting standard (PGC 2007) incorporates new elements not covered by the previous accounting standard (PGC 1990), with particular regard to provisions. Results displayed in table 4 reveal an increase in the compliance and quality indexes of almost all the elements included in the new standard and in particular of those elements related to provisions. Companies seem to have paid more attention or care to those elements that have become more important with the new standard. Non-parametric Wilcoxon test shows a significant increased between 2007 and 2008, both in the compliance index ($p<0,05$) and in the quality index ($p<0,01$) (see table 5 panel A), thereby confirming H1.

However, the quality indexes of provisions on workforce adjustments, restructuring plans and shared-based payments remain low. This could suggest the reluctance of the companies under study to make disclosures that could be considered as negative statements or to inform on issues more vulnerable to external criticism. This is consistent with previous findings on mandatory employee disclosures (Adams *et al.*, 1995; Day and Woodward, 2004) and confirms H2.

No valid model was found after regressing the employee compliance index on the new standard (NUEVOPGC) and additional control variables (LTOTACT, ROE). Nevertheless, the new standard (NUEVOPGC) and size (LTOTACT) turned out to be determinant variables of the quality index and with the expected signs. There is a significant effect of the new standard on the quality of employee information. Once again larger companies reveal better information.

Table 3. ENVIRONMENTAL INFORMATION

Panel A. Content analysis for INDCUM and INDCAL (average indexes)				
ELEMENTS	INDCUM 2007 (% companies reporting)	INDCUM 2008 (% companies reporting)	INDCAL 2007	INDCAL 2008
Accounting policy on environmental expenses	0,8163	0,8367	0,5510	0,5102
Environmental expenses	0,9896	0,9388	0,5578	0,5442
TOTAL EXPENSES	0,898 (97,96%)	0,8878 (95,92%)	0,5544	0,5272
Deductions on investments	0,7347	0,7551	0,2381	0,2517
Environmental capital subsidies	0,898	0,8367	0,3605	0,32
Environmental incomes	0,7755	0,7551	0,2789	0,2517
TOTAL INCOMES	0,7993 (93,88%)	0,7823 (83,67%)	0,2825	0,2744
Accounting policy environmental assets	0,8333	0,9796	0,5714	0,5646
Environmental assets	0,9375	0,9592	0,4558	0,483
TOTAL ASSETS	0,8877 (97,96%)	0,9694 (97,96%)	0,5136	0,5238
Accounting policy on environmental provisions	0,7143	0,9388	0,3265	0,3673
Accounting policy on remediation	0,4286	0,7347	0,0408	0,0204
Risks and expenses of environmental provisions	0,9388	0,9796	0,3333	0,3741
Environmental contingencies	0,8776	0,8776	0,2857	0,2993
TOTAL LIABILITIES	0,7398 (100%)	0,8827 (100%)	0,2466	0,2653
TOTAL	0,8089	0,8720	0,3636	0,3624

.../...

Panel B. Descriptive statistics of compliance and quality indexes
(INDCUM and INDCAL)

		2007	2008
INDCUM	Mean	0,8089	0,8720
	Stand. Deviation	0,19	0,21
	Min	0,18	0,09
	Max	1	1
INDCAL	Mean	0,3636	0,3624
	Stand. Deviation	0,15	0,13
	Min	0,06	0,09
	Max	0,67	0,61

Panel C. Compliance and quality indexes, environmental sensitivity compared

	More environmentally sensitive industries	Less environmentally sensitive industries	Mann-Whitney
INDCUM 2007	0,8144	0,8082	-0,426 ($p=0,670$)
INDCUM 2008	0,8031	0,9067	-1,79 ($p=0,073$)
INDCAL 2007	0,4419	0,3221	-2,655 ($p=0,008$)
INDCAL 2008	0,4388	0,3227	-2,850 ($p=0,004$)

Panel D. Compliance and quality indexes, good and bad news compared

	Good news	Bad news	Test Wilcoxon
INDCUM 2007	0,949	0,9082	-1,190 ($p=0,234$)
INDCUM 2008	0,949	0,9286	-0,707 ($p=480$)
INDCAL 2007	0,5068	0,3095	-3,722 ($p=0,000$)
INDCAL 2008	0,5136	0,3367	-3,431 ($p=0,001$)

Source: Own creation.

Table 4. INFORMATION ON EMPLOYEES

Panel A. Content analysis for INDCUM and INDCAL (average indexes)				
ELEMENTS	INDCUM 2007 (% companies reporting)	INDCUM 2008 (% companies reporting)	INDCAL 2007	INDCAL 2008
Breakdown by categories	0,9592 (95,92%)	0,9184 (91,84%)	0,9592	0,9184
Breakdown by gender	0,8163 (81,63%)	0,9184 (91,84%)	0,8163	0,9184
Personnel expenses	0,9388 (93,88%)	0,9592 (95,92%)	0,9320	0,9592
Criteria on personnel expenses	0	0,1429 (14,29%)	0	0,1429
Criteria on provisions for pensions	0,9184	0,9592	0,1769	0,6803
Provisions for pensions	0,9184	0,9184	0,3810	0,4966
TOTAL PROVISIONS FOR PENSIONS	0,9184 (93,87%)	0,9388 (95,92%)	0,2789	0,5884
Criteria on provisions for planned adjustments to the workforce	0,9184	0,8980	0,1020	0,4286
Provisions on planned adjustments to the workforce	0,9388	0,9592	0,3537	0,4150
TOTAL PROVISIONS FOR WORKFORCE ADJUSTMENTS	0,9286 (93,87%)	0,9286 (97,96%)	0,2279	0,4218
Criteria on provisions for restructuring plans	0,9592	0,9796	0,0204	0,1429
Provisions for restructuring plans	0,9592	0,9796	0,3333	0,3673
TOTAL PROVISIONS FOR RESTRUCTURING PLANS	0,9592 (95,92%)	0,9796 (97,96%)	0,1769	0,2551
Criteria on provisions for share-based payments	0,9592	0,9796	0	0,1020
Provisions on share-based payments	0,9592	0,9592	0,3197	0,3197
TOTAL PROVISIONS ON SHARED-BASED PAYMENTS	0,9592 (95,92%)	0,9694 (97,96%)	0,1599	0,2109
TOTAL	0,8537	0,8810	0,3662	0,4909

.../...

Panel B. Descriptive statistics of compliance and quality indexes (INDCUM and INDCAL)

		2007	2008
INDCUM	Mean	0,8537	0,8810
	Stand. Deviation	0,13	0,14
	Min	0,17	0,08
	Max	0,92	1
INDCAL	Mean	0,3662	0,4909
	Stand. Deviation	0,08	0,15
	Min	0,11	0,08
	Max	0,53	0,89

Source: Own creation.

Table 5. CHANGES IN SOCIAL AND ENVIRONMENTAL DISCLOSURES AFTER PGC2007

Panel A. Evolution of compliance and quality indexes (INDCUM and INDCAL)			
	Mean 2007	Mean 2008	Wilcoxon test
Environment			
INDCUM	0,8089	0,8720	-2,091 (p=0,037)
INDCAL	0,3636	0,3624	-0,246 (p=0,806)
Employees	Mean 2007	Mean 2008	Wilcoxon test
INDCUM	0,8537	0,8810	-2,175 (p=0,030)
INDCAL	0,3662	0,4909	-4,685 (p=0,000)

Panel B. Evolution of disclosure indexes on environmental information, good and bad news compared

	Mean 2007	Mean 2008	Wilcoxon Test
INDCUM Good news	0,949	0,949	0,000 (p=1,000)
INDCUM Bad news	0,9082	0,9286	-1,000 (p=0,317)
INDCAL Good news	0,5068	0,5136	-0,032 (p=0,975)
INDCAL Bad news	0,3095	0,3367	-1,892 (p=0,058)
	2007-2008		
Increase INDCUM good news (2007-2008)	0		
Increase INDCAL good news (2007-2008)	0,0134		
Increase INDCUM bad news (2007-2008)	0,0225		
Increase INDCAL bad news (2007-2008)	0,0879		

Panel C. Evolution on disclosure indexes on environmental information, environmental sensitivity compared

INDCUM	2007	2008	Wilcoxon Test
More environmentally sensitive industries	0,8144	0,8031	-0,513 (p=0,608)
Less environmentally sensitive industries	0,8082	0,9067	-2,583 (p=0,01)
INDCAL	2007	2008	Wilcoxon Test
More environmentally sensitive industries	0,4419	0,4388	-0,114 (p=0,910)
Less environmentally sensitive industries	0,3221	0,3227	-0,150 (p=0,0811)

Source: Own creation.

Table 6. REGRESSION MODEL

Panel A. Regression model* for environmental quality index (INDCAL)					
Variable (expected sign)	Coefficient	Standard error	t-ratio	Sign.	
NUEVOPGC (+) Coming into force of the new accounting standard (PGC2007)	-0,008	0,026	-0,313	0,755	
LTOTACT (+) Logarithm of total assets as proxy for company size	0,078	0,022	3,573	0,001	
IMPACTOMA (+) Environmental sensitivity of the industry in which company operates	0,091	0,028	3,263	0,002	
ROE Profitability	-0,001	0,000	-1,590	0,115 ¹	

* Dependent variable is quality index on employee information measured on a scale of 0-1. R²=0,263.
Data satisfies statistical assumptions of regression.

Panel B. Regression model for quality index on employees (INDCAL)**

Variable (expected sign)	Coefficient	Standard error	t-ratio	Sign.	
NUEVOPGC (+) Coming into force of the new accounting standard (PGC2007)	0,122	0,024	5,013	0,000	
LTOTACT (+) Logarithm of total assets as proxy for company size	0,052	0,020	2,559	0,012	
ROE Profitability	0,000	0,000	-0,351	0,726 ¹	

** Dependent variable is quality index on employee information measured on a scale of 0-1. R²=0,261.
Data satisfies statistical assumptions of regression.

Source: Own creation.

5. CONCLUDING REMARKS

This paper has analyzed the impact of changes in the regulatory framework on social and environmental information. It has done so through a study of the Plan General Contable 2007, the new accounting standard which came into force in 2008. The new accounting standard can be considered as a reinforcement of the previous ICAC-2002 standard regarding environmental information and a more developed regulation as regards social information.

Overall, the results suggest that a new regulatory framework (PGC 2007) could increase the level and quality of disclosures. With regard to environmental information, this is evidenced by increased disclosure in bad news, declining ritual non-materiality statements and increased disclosure by companies in less environmentally sensitive industries.

However, results also evidence that the information provided is incomplete and that some of the problems associated with voluntary disclosure persist, such as disclosure biased towards positive information and disclosing ritual information. Companies under study achieve a high level of compliance but a low level of quality, especially in those elements where they do not have the appropriate policies or elements that could make the company more vulnerable to external criticism (Adams *et al.*, 1995), such as environmental provisions or contingencies that have been considered as bad news.

These findings suggest that companies engage in concealment strategies, that is, in response to a more developed regulation they can not dismiss the norm but in some aspects, they accept it only symbolically. Concealment consists in managing the impression of compliance with the regulation (Criado *et al.*, 2008) and is used by companies to attain legitimacy. This would illustrate how important it is for companies under study to be seen to be complying with the law.

This raises the question of the effectiveness of social and environmental reporting regulation which was initially formulated in this paper and which we aimed to respond. Although the new accounting standard did not reveal as a significant determinant of environmental information and had a significant influence only on the quality of employee information, some suggestive findings such as the increase in the quality of negative environmental information (bad news), the improvement of the level of environmental disclosure by companies operating in less environmentally sensitive industries and the improvement on the level and quality of information on employees suggest that the new accounting standard has a positive, though insufficient, effect on social and environmental disclosure.

The regional scope of this study could be considered as a contribution to previous literature. Companies under study are not top quoted companies as in

most of previous literature on mandatory disclosures, but large companies with more than 250 employees in an industrial region where small and medium-sized companies dominate the economic activity. The fact that these companies, which are not so visible and not so exposed to external criticism as top quoted companies, reveal similar disclosure patterns on mandatory information under a new regulatory framework as companies in previous studies enhances the value of our results regarding the effectiveness of social and environmental reporting regulation.

We contend that further improvements in the regulation and in the regulatory framework and mechanisms that contribute to compliance could lead to improvements in the disclosure of social and environmental information, also among companies other than the top quoted companies.

REFERENCES

- ADAMS, C.A. (2004): «The Ethical, Social and Environmental Reporting-Performance Gap, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 17(5): 731-757.
- ADAMS, C.A., COUTTS, A. and HARTE, G. (1995): «Corporate Equal Opportunities (Non)Disclosure», *British Accounting Review*, 27(2): 87-108.
- ALCIATORE, M.L. and DEE, C.C. (2006): «Environmental Disclosures in the Oil and Gas Industry», *Advances in Environmental Accounting and Management*, 3: 49-75.
- ALNAJJAR, F.K. (2000): «Determinants of social responsibility disclosures of U.S. Fortune 500 Firms: An application of content analysis», *Advances in Environmental Accounting and Management*, Vol. 1: 163-200.
- ARANGUREN, N. (2008): «Divulgación de información sobre responsabilidad social: un análisis comparativo entre empresas cotizadas de Alemania, España y Reino Unido. Tesis doctoral. Universidad de Deusto. San Sebastián.
- ARCHEL, P. (2003): «La divulgación de información social y medioambiental de la gran empresa española en el periodo 1994-1998: situación actual y perspectivas», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol.XXX-II, Nº 117, abril-junio: 571-601.
- BEBBINGTON, J. (1999): «Compulsory Environmental Reporting in Denmark: An Evaluation», *Social and Environmental Accounting*, 19(2): 2-4.
- BERTHELOT, S., CORMIER, D. and MAGNAN, N. (2003): «Environmental disclosure research: review and synthesis». *Journal of Accounting Literature*, 22: 1-4.
- BEWLEY, K. and LI, Y. (2000): «Disclosure of environmental information by Canadian manufacturing companies: A voluntary disclosure perspective», *Advances in Environmental Accounting & Management*, 1: 201-226.
- BUBNA-LITIC, K. (2004): «Mandatory corporate environmental reporting: Does it really work?, *Journal of Chartered Secretaries Australia Ltd*, 54: 615-619.
- CARMONA, S. and CARRASCO, F. (1998): «Información de contenido social y estados contables: una aproximación empírica y algunas consideraciones teóricas», *Actualidad Financiera*: 2175-2192.
- CORMIER, D.; MAGNAN, M. and VAN VELTHOVEN, B. (2005): «Environmental Disclosure Quality in Large German Companies: Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions?», *European Accounting Review*, 14 (1): 3-39.

- COWAN, S. and GADENNE, D. (2005): «Australian corporate environmental reporting: a comparative analysis of disclosure practices across voluntary and mandatory disclosure systems», *Journal of Accounting and Organizational Change*, 1(2): 165-179.
- COWEN, S., FERRERI, L. and PARKER, L.D. (1987): «The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis», *Accounting, Organisations and Society*, Vol.12. nº 2: 111-122.
- CRIADO, I.; FERNÁNDEZ, M.; HUSILLOS, F.J.; and LARRINAGA, C. (2008): «Compliance with Mandatory Environmental Reporting in Financial Statements: The Case of Spain (2001-2003)», *Journal of Business Ethics*, 79: 245-262.
- DANDO, N. and SWIFT, T. (2003): «Transparency and Assurance Minding the Credibility Gap», *Journal of Business Ethics*, 44(2-3): 195-200.
- DAY, R. and WOODWARD, T. (2004): «Disclosure of information about employees in the Directors' report of UK published financial statements: substantive or symbolic?», *Accounting Forum*, 28: 43-59.
- DEEGAN, C. and GORDON, B. (1996): «A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations», *Accounting and Business Research*, Vol. 26, No. 3: 187-199.
- DEEGAN, C. and RANKIN, M (1996): «Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(2): 50-67.
- (1997): «The Materiality of Environmental Information to Users of Annual Reports», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 10(4): 562-583.
- DEEGAN, C., RANKIN, M. and VOUGHT, P. (2000): «Firms' disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence», *Accounting Forum*, 24(1): 101-130.
- DEEGAN, C. et al., (2002): «An examination of the corporate, social and environmental disclosures from BHP from 1983-1997. A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.15. No.3: 312-343.
- DETIENNE, K.B. and LEWIS, L.W. (2005): «The Pragmatic and Ethical Barriers to Corporate Social Responsibility Disclosure: The Nike Case», *Journal of Business Ethics*, 60: 359-376.
- DOWLING, J. and PFEFFER, J. (1975): «Organizational legitimacy: social values and organizational behaviour», *Pacific Sociological Review*, 17: 122-136.
- ERNST & ERNST (1978): Social Responsibility Disclosure, 1978 Survey, Ernst & Ernst, Cleveland (Ohio-US).
- EUSTAT. Base de datos.
- FALLAN, E. and FALLAN, L. (2009): «Voluntarism versus regulation. Lessons from public disclosure of environmental performance information in Norwegian companies», *Journal of Accounting and Organizational Change*, 5(4): 472-489.
- FREEDMAN M. and PATTEN, D.(2004): «Evidence of the Pernicious Effect of Financial Report Environmental Disclosure», *Accounting Forum*, 28 (1): 29-43.
- FREEDMAN, M and STAGLIANO, J. (2002): «Environmental Disclosure by Companies Involved in Initial Public Offerings», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(1): 94-105.
- FROST, G.R. (2007): «The Introduction of Mandatory Environmental Reporting Guidelines: Australian Evidence», *ABACUS*, 43 (2): 190-216.
- GARCÍA AYUSO, M. and LARRINAGA GONZÁLEZ, C. (2003): «Environmental disclosure in Spain: corporate characteristics and media exposure», *Spanish Journal of Finance and Accounting*, No. 115: 184-214.
- GINER, B. (1995): «La responsabilidad social de la empresa: la información medioambiental», *Técnica Contable*, Vol. XLIV, Nº 527: 681-692.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE, GRI (2006): 'Sustainability Reporting Guidelines. Version 3.0'. <http://www.globalreporting.org>
- (2009): 'Declaración de Amsterdam sobre Transparencia e Información' : <http://www.globalreporting.org>.
- GOBIERNO VASCO. Departamento de Empleo y Asuntos Sociales. Cuentas anuales 2007 de Cooperativas
- GRAY, R., JAVAD, M., POWER, D. and SINCLAIR, C.D. (2001): «Social and environ-

- mental disclosure and corporate characteristics: A research note and extension», *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (3)&(4): 327-356.
- GRAY, R., KOUHY, R. and LAVERS, S. (1995b): «Methodological themes: constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2): 78-101.
- GRAY, R.H., OWEN, D. and ADAMS, C.A. (1996): «Accounting and Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting», Hemel Hempstead, Prentice Hall.
- HACKSTON, D. and MILNE, M.J. (1996): «Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(1): 77-108.
- HESS, D. and WARREN, D.E. (2008): «The Meaning and Meaningfulness of Corporate Social Initiatives», *Business and Society Review*, 113(2).
- HIBBITT, C. (2003): «External environmental disclosure and reporting by large European Companies. An economic, social and political analysis of managerial behaviour», tesis doctoral. Limpere Instituut.
- HUMMELS, H. and TIMMER, D. (2004): «Investors in Need of Social, Ethical and Environmental Information», *Journal of Business Ethics*, 53.
- HUSILLOS, J. (2007): «Una aproximación desde la teoría de la legitimidad a la información medioambiental revelada por las empresas españolas cotizadas», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 37: 99-122.
- JONES, M.J. and SHOEMAKER, P.A. (1994): «Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability», *Journal of Accounting Literature*, 13: 142-184.
- KPMG (2011): *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011*. KPMG. The Netherlands.
- KRIPPENDORFF, K. (1980): «Content Analysis: An Introduction to its Methodology», Sage, London.
- LARRINAGA, C.; CARRASCO, F.; CORREA, C.; LLENA, F. and MONEVA, J.M. (2002): «Accountability and accounting regulation: the case of the Spanish environmental disclosure standard», *The European Accounting Review* 11(4): 723-740.
- LASSAAD, B.M. and KHAMOUSSI, H. (2012): «Determinants of Communication about Corporate Social Responsibility: Case of French Companies», *International Journal of Contemporary Business Studies*, 3(5): 49-60.
- LLENA, F.; MONEVA J.M. and FERNÁNDEZ, B. (2007): «Environmental Disclosures and Compulsory Accounting Standards: the Case of Spanish Annual Reports», *Business Strategy and the Environment*, 16(1): 50-63.
- MILNE, M.J. and ADLER, R.W. (1999): «Exploring the reliability of social and environmental disclosures content análisis», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 12(2): 237-252.
- MILNE, M.J. and PATTEN, D.M. (2002): «Securing organizational legitimacy. An experimental decision case examining the impact of environmental disclosures», *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15 (3): 372-405.
- MOBUS, J.L. (2005): «Mandatory Environmental Disclosures in a Legitimacy Theory Context». *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. 18(4): 492-517.
- MONEVA, J.M. and LLENA, F. (2000): «Environmental disclosures in annual reports of large companies in Spain», *European Accounting Review*, 9(1): 7-29
- NEWSON, M. and DEEGAN, C. (2002): «Global expectations and their association with corporate social disclosure practices in Australia, Singapore and South Korea», 37: 183-213.
- OLIVER, C. (1991): «Strategic Responses to Institutional Processes», *Academy of Management Review* 16 (1): 145-179.
- OWEN, D., GRAY, R. and BEBBINGTON, J. (1997): «Green Accounting: Cosmetic Irrelevance of Radical Agenda for Change», *Asia-Pacific Journal of Accounting*, 4(2): 175-198.
- PATTEN, D. (2005): «The Accuracy of Financial Report Projections of Future Environmental Capital Expenditures: A Research Note», *Accounting, Organizations and Society*, 30: 457-468.
- PATTEN, D. (1991): «Exposure, legitimacy and social disclosure», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.10, Nº 4: 297-308.

- PÉREZ, V.A. (2006): «La divulgación de información financiera medioambiental por empresas españolas: análisis de contenido y factores determinantes». Tesis doctoral. Universidad Pablo de Olavide, Sevilla.
- Real Decreto 1643 / 1990 de 20 de diciembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- Real Decreto 1514 / 2007 de 16 de Noviembre por el que se aprueba el nuevo Plan General de Contabilidad.
- Real Decreto 437 / 1998 de 20 de marzo por el que se aprueban las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a las empresas del sector eléctrico.
- Recomendación de la Comisión de 30 de mayo de 2001 relativa al reconocimiento, la medición y la publicación de las cuestiones medioambientales en las cuentas anuales y los informes anuales de las empresas (2001/453/CE).
- Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas (2003/736/CE).
- Registro Mercantil de Guipúzcoa. Cuentas anuales 2007 de Sociedades Anónimas y Limitadas
- Resolución de 25 de marzo de 2002 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), por la que se aprueban normas para el reconocimiento, valoración e información de los aspectos medioambientales en las cuentas anuales (BOE 4 de abril de 2002)
- ROBERTS, R.W. (1992): «Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory», *Accounting, Organisations and Society*, Vol.17, nº 6: 595-612.
- RODRIGUEZ, L. and LÓPEZ, M. (2004): «Análisis de los atributos cualitativos de la información medioambiental proporcionada por las compañías del IBEX35 (1998-2002)», *Revista de Contabilidad*, 7(14): 135-172.
- SABI Base de datos. Cuentas anuales 2007 de Sociedades.
- SETHI, S.P.(2003a): «Globalization and the good corporation: A need for proactive co-existence», *Journal of Business Ethics*, 43(1/2): 21-31.
- UWUIGBE, U. and EGBIDE, B. (2012): «Corporate Social Responsibility Disclosures in Nigeria: A Study of Listed Financial and Non-Financial Firms», *Journal of Management and Sustainability*, 2(1): 160-169.
- VILLIERS, C. and VAN STADEN, C.J. (2006): «Can less environmental disclosure have a legitimizing effect? Evidence from Africa», *Accounting, Organization and Society*, 31(11): 763-781.
- (2011): «Where firms choose to disclose voluntary environmental information», *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6): 504-525.
- VORMEDAL, I. and RUUD, A. (2009): «Sustainability Reporting in Norway – an Assessment of Performance in the Context of Legal Demands and Socio-Political Drivers», *Business Strategy and the Environment*, 18: 207-222.
- WISEMAN, J. (1982): «An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports», *Accounting, Organizations and Society*, 7(1): 53-63.
- ZAIN, M.M. and JANGGU, T. (2006): «Corporate Social Disclosure (CSD) of Construction Companies in Malaysia», *Malaysian Accounting Review*, 5(1): 85-114.

APPENDIX

Companies under study in alphabetical order

COMPANY
ALTUNA Y URIA SA
ANGEL IGLESIAS S.A.
ARCELORMITTAL BERGARA SA
ARCELORMITTAL COMERCIAL BARRAS S.L.
ARCELORMITTAL OLABERRIA S.L.
ARCELORMITTAL ZUMARRAGA SA
BELLOTA HERRAMIENTAS SA
BICOLAN EMPRESA DE TRABAJO TEMPORAL S.A.
BIHARKO GIPUZKOA SL
BRIOCHE PASQUIER RECONDO S.L.
BRUESA CONSTRUCCION S.A.
CANDY HOOVER ELECTRODOMESTICOS S.A.
CIE LEGAZPI S.A.-GSB FORJA
COMPANIA DEL TRANVIA DE SAN SEBASTIAN SA
CONSTRUCCIONES AMENABAR S.A.
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES SA
COPRECI S. COOP.
CORRUGADOS AZPEITIA S.L.
DHL EXPRESS SERVICIOS S.L.
DISTRIBUCION SUPERMERCADOS S.L.
ECLAT LIMPIEZA S.A.
ELEKTRA S.A.
FAGOR ARRASATE SCL
FORJANOR SOCIEDAD LIMITADA.
GALANT GARBITASUNA S.L.
GIROA S.A.
GKN DRIVELINE ZUMAIÀ S.A.
GRUMAL S.L.
HIJOS DE JUAN DE GARAY S.A.
IBERMATICA S.A.
INDAR ELECTRIC SL
IRIZAR COOPERATIVA INDUSTRIAL
KATEA LEGAIA SLL.
KS B ITUR SPAIN SA = bombas itur SA
NATRAZAHOR SOCIEDAD ANONIMA.
ORKLI S. COOP.
ORONA SCL Soc. Coop. L.
PAPELERA GUIPUZCOANA DE ZICUNAGA SA
PAPRESA SA
POLICLINICA GIPUZKOA S.A.
SABICO SEGURIDAD SA
SABICO SERVICIOS AUXILIARES SL
SAMSIC IBERIA S.L.
SAN JOSE-LOPEZ S.A.
TALLERES PROTEGIDOS GUREAK SA
TRANSPORTES AZKAR S.A.
ULMAC Y E SCL
VICTORIO LUZURIAGA-USURBIL SA
ZELAIRA SA

ALBERDI LARIZGOITIA, Alberto. Licenciado y doctor en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco. Técnico de Administración General de la Administración Local, es desde 1982 economista del Gobierno Vasco, donde ha trabajado en las áreas de estudios económicos, hacienda y planificación económica. Autor de numerosos trabajos sobre el sector público, el sistema financiero y la economía vasca, fue miembro de la comisión que negoció la adaptación del Concierto Económico al IVA y responsable o miembro de la secretaría técnica de diversos planes (Euskadi XXI, Iniciativa Euskadi 2000Tres, Plan de Competitividad Empresarial e Innovación Social 2006-2009, Plan de Ciencia, Tecnología e Innovación 2010) y del Foro de Competitividad Euskadi 2015. Ha sido director de Planificación, Director de Estudios Económicos, director de Asuntos Económicos de Lehendakaritza y asesor-viceconsejero en el Departamento de Industria, Comercio y Turismo. En la actualidad es jefe del Servicio de Estudios Económicos del Departamento de Hacienda y Finanzas y director de *Ekonomiaz*, cargo que ya ocupara entre 1991 y 1995.

ARANGUREN GÓMEZ, Nagore. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesora en el departamento de Técnicas Cuantitativas de la Deusto Business School de la Universidad de Deusto en su campus de Donostia-San Sebastián. En cuanto a materias, imparte la asignatura de Estadística en diferentes programas de Grado y ha participado como profesora de Metodología en el programa de doctorado. Ha centrado sus investigaciones principalmente en el estudio de la revelación de información sobre responsabilidad social de grandes empresas cotizadas de Europa y América Latina, así como en el análisis de la información social y medioambiental obligatoria.

ARMAS CRUZ, Yaiza. Doctora en Administración y Dirección de Empresas, es profesora del Departamento de Economía y Dirección de Empresas de la Universidad de La Laguna desde 2003. Su línea de investigación se centra en los determinantes e implicaciones estratégicas y organizativas de la gestión medioambiental en la empresa, con particular aplicación al sector turístico. Al mismo tiempo ha participado en otras líneas de trabajo, vinculadas todas ellas a *Management*. Miembro del Instituto Universitario de la Empresa y del grupo de investigación «Empresa y Sociedad», cuyo objetivo principal es el análisis de la función socio-ambiental de la empresa, ha sido galardonada con el premio Investigación Empresarial 2006, concedido por FYDE-CajaCanarias y la Consejería de Economía y Hacienda del Gobierno de Canarias. En el ámbito académico ha asumido responsabilidades institucionales y

de gestión como vicedecana de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales y secretaria de coordinación del Máster MBA en Gestión de Empresas del Instituto Universitario de la Empresa de la Universidad de La Laguna.

BERGES LOBERA, Ángel. Doctor en Finanzas (PhD) en Purdue University-Indiana (USA), becado por la Fundación Fulbright. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Barcelona. Socio fundador de Afi, de la que es actualmente Consejero Delegado. Miembro, en representación de España, del Securities and Markets Stakeholders Group, órgano consultivo de la Autoridad Europea de Mercados de Valores (European Securities Markets Authority, ESMA), desde mayo 2011. Miembro del Comité Técnico del índice IBEX desde 1990 a 1997. Consejero de Adolfo Domínguez, S.A. desde 1997 hasta la actualidad. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad Autónoma de Madrid. Ha publicado doce libros y más de setenta artículos en revistas nacionales y extranjeras, sobre diferentes aspectos de los mercados financieros. Ha sido presidente de la European Finance Association, primer español en dicho cargo.

BERMEJILLO IBÁÑEZ, Carolina Loreto. Licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad CEU San Pablo desde el año 2012, donde actualmente trabaja como becaria de investigación en la elaboración de una tesis doctoral sobre el crecimiento potencial en los países de la Unión Europea. Ha colaborado en la realización de algunos artículos y comunicaciones a congresos sobre economía regional, compatibilizando su formación con la colaboración en tareas docentes e investigadoras en el departamento de Economía Aplicada de la Universidad.

CALVO BERNARDINO, Antonio. Catedrático de Economía Aplicada (Política Económica) en la Universidad de Castilla-La Mancha y desde octubre de 1999 en la Universidad San Pablo-CEU. Ha sido vicerrector de Ordenación Académica, Profesorado e Investigación de la Universidad San Pablo-CEU desde 1999 hasta 2004, y de Ordenación Académica y Profesorado desde esta última fecha hasta 2007. Autor de varios libros sobre política económica, y en especial sobre temas monetarios y financieros, y más de cincuenta artículos sobre temas relacionados con la política económica, la economía regional y el sistema financiero español e internacional. Ha participado en numerosos trabajos de investigación relativos a la economía española financiados por entidades públicas y privadas.

CARBÓ VALVERDE, Santiago. 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). Catedrático de Economía y Finanzas de la Bangor University (Reino Unido) y catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Granada. Director de estudios financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS). Ha sido, y aún es en algunos casos, consultor del Banco Central Europeo y la *Federal Reserve Bank of Chicago*.

Autor de más de 200 artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en revistas como *European Economic Review*, *Review of Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of International Money and Finance* o *Journal of Banking and Finance*.

CHICK, Victoria. Catedrática (emérita) del Departamento de Economía en *University College*, (Londres). Ha publicado varios libros e innumerables artículos en revistas científicas sobre política monetaria y la teoría general de Keynes, destacando entre todos ellos, «*Macroeconomics after Keynes. A Reconsideration of the General Theory*», publicado en 1983 por Philip Allan en el Reino Unido y por MIT Press en EE.UU., y que fue posteriormente traducido al español, japonés, portugués e italiano. Ha dirigido 12 tesis doctorales sobre sus campos de investigación (teoría monetaria y Keynes). Una de sus últimas publicaciones es el artículo «*Keynes, the Long Run and the Present Crisis*», que en coautoría con la profesora Sheila Dow aparecerá en 2013 en la revista *International Journal of Political Economy*.

DOW, Sheila. Catedrática de Economía en las universidades de Stirling (Escocia) y Victoria (Canadá). Su investigación se desarrolla en el ámbito de la metodología de la economía, la historia del pensamiento económico y la teoría monetaria aplicada al campo regional. Ha dirigido once tesis doctorales en este campo entre 1989 y 2011. Es autora en solitario de más de diez libros, el último de ellos en 2012, titulado «*Foundations for New Economic Thinking: a Collection of Essays*», y que fue publicado por la editorial Palgrave-Macmillan. Su lista de publicaciones en revistas especializadas es extensa, solamente en el año 2012 ha publicado en: *Regional Studies*, *Cambridge Journal of Economics*, *Contributions to Political Economy*, *Review of Applied Economics*, *Economic Thought: History, Philosophy and Methodology* y *History of Political Economy*.

DYMSKI, Gary A. Ha sido miembro de la UC Riverside de California desde 1991, donde actualmente es profesor de Economía. Fue director ejecutivo fundador de la *University of California Center*, de Sacramento, y sus áreas de investigación incluyen temas como la banca, la fragilidad financiera, el desarrollo urbano, la discriminación del mercado crediticio, las crisis financieras de América Latina y Asia, las finanzas inmobiliarias, la crisis de los préstamos *subprime*, la regulación financiera, la crisis de la Eurozona y la política económica.

FARIA SILVA, Fernanda. Profesora de Economía en la Universidad Federal de Ouro Preto (UFOP) e investigadora del instituto de investigación CEDEPLAR de la Universidad Federal de Minas Gerais (UFMG), en Brasil. Doctora en Economía por la UFMG en 2011, con la tesis doctoral «*Centralidade e impâctos regionais de política monetária: um studio dos casos brasileiro e español*». Su investigación se centra en el análisis de los efectos regionales de la política monetaria y las consecuencias regionales de los procesos de reestructuración bancaria en Brasil y España, en colabora-

ción con el profesor Carlos J. Rodríguez Fuentes, de la Universidad de La Laguna, con el que ha publicado en 2013 un artículo en la prestigiosa revista *Regional Studies* sobre los determinantes de la disponibilidad de crédito en las regiones brasileñas.

GARCÍA CABELLO, Julia. Licenciada en Ciencias Matemáticas por la Universidad de Granada, realizó diversas estancias en la Universidad de Utrecht (Holanda) y Universidad de Bangor (Reino Unido). Doctora (PhD) en Matemáticas (especialidad Fundamental). Profesora titular del Departamento de Matemática Aplicada de la Universidad de Granada con docencia en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de dicha universidad. Miembro de diferentes proyectos de investigación, cambió recientemente el rumbo de su perfil investigador desde el Álgebra Pura hasta la Economía Matemática, donde ha publicado entre otras, en revistas como *International Journal of Finance (Aestimatio)* o *SpringerPlus (Business and Economics section)*.

GIL SOTO, Esperanza. Profesora en la Universidad de La Laguna, actualmente desempeña su labor docente e investigadora en el área de Organización del Departamento de Economía y Dirección de Empresas en la citada universidad. Forma parte del grupo de investigación Empresa y Sociedad y del Instituto Universitario de Empresa, con los que ha participado en proyectos regionales, nacionales e internacionales. Es coautora en diversas publicaciones científicas, y sus principales líneas de investigación se centran en el emprendimiento, las finanzas y la gestión medioambiental.

HERNÁNDEZ ESTÁRICO, Estefanía. Licenciada en Economía y en Administración y Dirección de Empresas. Es Técnica Superior en Comercio Internacional. Actualmente, profesora de la Universidad Europea de Canarias, Doctoranda en el programa de doctorado de turismo de la Universidad de La Laguna y ha sido coautora de trabajos de investigación en el ámbito del turismo. En su trayectoria profesional ha realizado labores como coordinadora del área de comercio de la Sociedad de Desarrollo de Santa Cruz de Tenerife. Como agente de empleo y desarrollo local, prepara candidaturas de proyectos de desarrollo económico susceptibles de financiación externa y asesora a empresas y emprendedores.

MINGORANCE ARNÁIZ, Ana Cristina. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad CEU San Pablo desde el año 2000, universidad de la que es profesora de Teoría Económica y Economía Aplicada. Autora de varios artículos y documentos sobre economía regional y española, así como de algunos trabajos de investigación sobre política económica. Ha compatibilizado su labor investigadora en temas de economía con investigación sobre metodología docente, al tiempo que ha desempeñado diversos cargos vinculados a este último aspecto.

MORINI MARRERO, Sandra. Profesora titular de Universidad del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de La Laguna, es

coautora de diferentes trabajos de investigación en el ámbito del turismo, las finanzas y la contabilidad de costes.

OCHOA LABURU, Elena. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesora titular en el departamento de Contabilidad y Finanzas de la Deusto Business School de la Universidad de Deusto en su campus de Donostia-San Sebastián. Imparte cursos en el área de 'Contabilidad' en diferentes programas de Grado y de Master. Su trayectoria investigadora ha estado centrada en el área de «Reporting de las empresas y Responsabilidad Social Corporativa». Actualmente es vicedecana de Relaciones internacionales de la Deusto Business School.

OCHOA LABURU, Juan Luis. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesor en el departamento de Contabilidad y Finanzas de la Deusto Business School de la Universidad de Deusto en su campus de Donostia-San Sebastián. Actualmente, en cuanto a asignaturas, está centrado fundamentalmente en 'Análisis de Estados Financieros de las empresas', pero también se ha encargado de otras asignaturas relacionadas con Contabilidad y Finanzas. Su trayectoria investigadora la ha realizado en el área de «Reporting de las empresas y Responsabilidad Social Corporativa».

ONTIVEROS BAEZA, Emilio. Licenciado y doctor en CC.EE. Catedrático de Economía de la Empresa (Universidad Autónoma de Madrid), de la que fue vice-rector durante cuatro años. Fundador y presidente de Afi (Analistas Financieros Internacionales). Autor de varios libros y numerosos artículos y colaboraciones en revistas especializadas. Colabora habitualmente en diversos medios de comunicación. Ha sido Fellow (Real Colegio Complutense-Universidad de Harvard) y visiting scholar (Wharton School-Universidad Pennsylvania). Miembro de los consejos de redacción de varias publicaciones científicas y profesionales. Fue director de la revista Economistas desde su fundación hasta diciembre de 2011. Últimos libros: «Global Turning Points. Understanding the Challenges for Business in the 21st Century» (con Mauro Guillén) 2012, «Una nueva época. Los grandes retos del siglo XXI» (con Mauro Guillén) 2012 y «El Rescate» (con Ignacio Escolar) 2013.

PADRÓN MARRERO, David. Profesor en el Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de La Laguna, en donde imparte docencia de Estructura Económica en los grados de Economía y ADE de la Facultad de CC Económicas y Empresariales de la misma universidad. Doctor en Economía por la Universidad de La Laguna en 2005, con la tesis doctoral *«Asimetrías regionales en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El papel de las condiciones financieras»*. Su investigación se desarrolla en el ámbito de la política monetaria, el sistema financiero y el crecimiento regional. Ha publicado en revistas nacionales (Papeles de Economía Española, Revista de Estudios Regionales y Revista Asturiana de Economía) e internacionales (*Regional Studies* y *Journal of World Economics Review*) sobre estos temas.

RODRÍGUEZ FUENTES, Carlos. Profesor titular de Universidad del Departamento de Economía Aplicada de la Universidad de La Laguna, en la que imparte clases de Estructura Económica desde octubre de 1990 en las titulaciones de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, de la cual fue decano entre 2006 y 2013. Ha disfrutado de varias estancias de investigación en las universidades de Stirling (Escocia), Oxford (Inglaterra), University College (Inglaterra) y la Federal de Minas Gerais (Brasil). Su tesis doctoral, titulada «*Política Monetaria y Economía Regional*», obtuvo el Primer Premio de Tesis Doctorales 1996 del Consejo Económico y Social de España. Ha dirigido dos tesis doctorales sobre esta misma temática y es autor del libro «*Regional Monetary Policy*», publicado en 2006 por la editorial Routledge. Su última publicación, que aparecerá en 2013 en la revista internacional *Regional Studies*, analiza los factores determinantes de la disponibilidad de crédito en las regiones brasileñas.

TORRERO MAÑAS, Antonio. Empezó su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad. Además de ser profesor en la Universidad de Málaga y en la Universidad Complutense, ha ocupado diversos cargos como consejero delegado de AGECO, presidente del Banco Hipotecario de España y de REIT S.A., y consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y del Banco Español de Créditos. Desde su fundación en 1965, pertenece al Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF). En la actualidad es catedrático de Estructura Económica en la Universidad de Alcalá. Entre sus últimos libros destacan «La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón» (2003), «Crisis financieras» (2006), «Revolución en las finanzas» (2008)» y «Crisis financiera internacional y económica española».

VALERO LÓPEZ, Francisco José. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid (desde 1983) y profesor de la misma desde 1975. Doctor (1978) y licenciado (1975) en Ciencias Económicas y Empresariales. Censor Jurado de Cuentas, inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas. Socio de Analistas Financieros Internacionales, SA, a cuya fundación contribuyó en 1987, donde ejerce una amplia actividad asesora sobre diversos temas, entre los que destacan los sistemas financieros europeo y español, incluyendo los correspondientes a las comunidades autónomas, y sus respectivas regulaciones, y las estrategias de las entidades financieras. Jefe de Proyecto en el Departamento de Investigación Operativa de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA) entre 1975 y 1985. Autor de numerosas publicaciones sobre administración de empresas y, particularmente, sobre economía financiera. Sus obras más recientes abordan el sistema financiero español y sus transformaciones, especialmente dentro del proceso de integración europea que suponen el mercado único de servicios financieros y la unión monetaria.

LÍNEA EDITORIAL DE EKONOMIAZ

DECLARACIÓN DE OBJETIVOS

Ekonomiaz es una revista cuatrimestral editada por el Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco y dirigida por un Consejo de Redacción profesional que tiene por objetivo principal fomentar el análisis y el debate económico con un enfoque regional y especial atención al campo aplicado y señaladamente a la economía vasca.

Sin renunciar al rigor del trabajo académico y de divulgación científica de calidad, Ekonomiaz se sitúa en un terreno que va más allá, buscando abordar los problemas reales de la economía para extraer consecuencias prácticas para la acción pública, y todo ello expresado en un lenguaje accesible que facilite su comprensión a cualquier lector interesado en el debate económico.

En su calidad de revista científica, contribuye al avance del conocimiento a través de una política editorial definida y transparente respecto de aspectos cruciales como son los relativos a la ética de la investigación y publicación, al proceso de evaluación y «arbitraje» científico y a una buena gestión profesional.

Fundada en 1985, los objetivos fundamentales de Ekonomiaz son: a) la promoción de la investigación científica universitaria y la divulgación de sus resultados en los campos de la teoría y la economía empírica y aplicada, con especial atención a los de la Economía, las Instituciones y la Administración del Sector Público; b) la divulgación de calidad de los avances científicos conseguidos en las áreas que cultiva; c) la contribución a la mejora de la racionalidad del proceso de toma de decisiones públicas en materia económica, facilitando explicaciones, fundamentos y datos para respaldar el diseño, la ejecución y la evaluación de las políticas económicas de las administraciones públicas y de la vasca en particular.

Ekonomiaz siempre ha adoptado una perspectiva científica rigurosa basada en el realismo científico entre cuyos componentes figuran la objetividad, la imparcialidad, el enfoque global e interdisciplinar y la contrastación empírica de hipótesis y resultados. Con el subtítulo de Revista Vasca de Economía se ha querido subrayar que aunque sus análisis no se circunscriben exclusivamente a su ámbito territorial natural, el conocimiento de la economía vasca y la perspectiva del desarrollo y la innovación regional deben estar siempre presentes.

La concepción del contenido de la revista se basa en la elección de un tema central sobre el que pivotan los artículos. La elección de dichos temas se guía por el criterio de relevancia en su doble acepción de importancia y pertinencia: los temas seleccionados son aquellos que se encuentran en cada momento en el centro del debate académico, político y social. Sin embargo, Ekonomiaz no se limita a abordar los temas candentes del momento, con una visión a corto plazo; sino que como he-

rramienta de prospección económica a medio y largo plazo intenta también penetrar en el futuro. Por ello, Ekonomiaz trata de situarse lo más cerca posible de la vanguardia del conocimiento planteando temas que puedan llegar a ser objeto de especial interés y atención en el mundo académico y político. Además, la revista incorpora la sección «Otras colaboraciones» donde se publican trabajos originales «no solicitados expresamente» relativos a asuntos de interés en la economía real y la investigación académica.

GESTIÓN EDITORIAL

La gestión de la revista Ekonomiaz, que es uno de los elementos esenciales de la política editorial, descansa en dos órganos: el Consejo de Redacción y la Dirección ejecutiva. El primero es el responsable de mantener la línea editorial, así como de la selección de los temas centrales de investigación, del asesoramiento científico general y de la relación con centros de investigación y universidades. Los miembros de este consejo se eligen de acuerdo con principios de excelencia profesional y académica, capacidad investigadora, así como con criterios de experiencia en tareas de dirección, y, a ser posible, en la de edición de revistas científicas. La dirección ejecutiva es responsable del buen funcionamiento de los procesos de selección, evaluación basado en un sistema de doble evaluación anónima (doble ciego) por pares académicos y publicación de los trabajos originales.

Ekonomiaz está admitida en el Catálogo de revistas Latindex en el que sólo aparecen las revistas previamente seleccionadas y clasificadas según criterios internacionales de calidad editorial previamente probados y convenidos por el Sistema Latindex.

Dichos criterios son utilizados por la base de datos DICE (Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas) que tiene como objetivo facilitar el conocimiento y la consulta de algunas de las características editoriales de las revistas españolas de Humanidades y Ciencias Sociales más estrechamente ligadas a la calidad. La base de datos DICE está desarrollada por el CINDOC (Centro de Información y Documentación científica) y la ANECA (Agencia Nacional de Evaluación de la Calidad y Acreditación).

Ekonomiaz está calificada entre las 17 mejores revistas vivas de Economía según los criterios de evaluación de revistas científicas del DICE perteneciente al CINDOC del CSIC (Centro Superior de Investigaciones Científicas). Asimismo, está incluido en el DOAJ (Directory of Open Access Journals) y en RePec, la mayor biblioteca digital mundial de acceso abierto.

La tirada es de 800 ejemplares que se distribuyen a clientes públicos y privados, administraciones, facultades, universidades, consultorías, empresas y particulares.

Todos los artículos de los monográficos de la revista Ekonomiaz están accesibles en nuestra web <http://www1.euskadi.net/ekonomiaz>

NORMAS DE PRESENTACIÓN DE TEXTOS ORIGINALES A EKONOMIAZ

Los trabajos presentados para su posible publicación en EKONOMIAZ. Revista vasca de Economía deberán versar sobre cualquier tema susceptible de ser incluido en el ámbito de la Economía, de acuerdo con los principios manifestados en su línea editorial.

1. ORIGINALIDAD

La originalidad que exige Ekonomiaz obliga a que los artículos remitidos no pueden haber sido publicados y tampoco figurar en otro trabajo que esté a punto de publicarse o en proceso de publicación en cualquier otra revista nacional o extranjera (en una versión similar traducida), ya sea de edición ordinaria o electrónica. Se entiende por publicación repetitiva no sólo el duplicado exacto de un artículo, sino también la publicación repetida de esencialmente la misma información y análisis, así como formar parte de un libro del autor o colectivo.

Además, en la carta de presentación de artículos originales se debe incluir la declaración de que el manuscrito se ha enviado solamente a Ekonomiaz y que, por tanto, no se ha enviado simultáneamente a ninguna otra.

De no haber una declaración expresa de la contribución específica de cada uno de los autores o autoras en un trabajo colectivo, se entiende que todos ellos indistintamente han participado en la concepción y el diseño, la recogida de datos, el análisis y la interpretación de los mismos, la redacción del borrador, la revisión crítica del artículo y la aprobación final.

2. RIGOR Y CALIDAD

Los factores sobre los que se fundamenta la calidad exigida a los trabajos originales que se presentan y, en consecuencia, la decisión sobre la aceptación y rechazo de los originales por parte de Consejo de Redacción de Ekonomiaz son, los siguientes:

- Originalidad de los resultados obtenidos o hipótesis verificadas (con distintos grados). Actualidad y novedad científica.
- Relevancia social y epistemológica: utilidad o aplicabilidad y significación o avance en el conocimiento.
- Fiabilidad y validez científica, es decir, calidad metodológica contrastada.
- Redacción excelente, estructura y coherencia lógica y buena presentación material. Asimismo Ekonomiaz recomienda y valora la incorporación de la perspectiva de género en los análisis efectuados.

3. ESTILO

Debe cuidarse el estilo y la claridad de la escritura, respetarse escrupulosamente las normas gramaticales y recomendaciones de las autoridades de la lengua, y evitarse las expresiones redundantes e innecesarias, así como un uso sexista del lenguaje. Cuando el idioma original no sea el inglés, se desaconseja el uso de anglicismos técnicos, salvo que no exista voz ni forma de adaptación al español o al euskera, así como los anglicismos sintácticos o de construcción. Las normas internacionales ISO (UNE, en español) son de especial relevancia y deben tenerse en cuenta en el ámbito de la edición científica.

La Redacción de la revista podrá hacer modificaciones menores de redacción: eliminar errores gramaticales y tipográficos; expresiones poco afortunadas; giros vulgares o enrevesados, frases ambiguas o afirmaciones dudosas,... a fin de asegurar la corrección gramatical, la adecuación al estilo científico y el estricto respeto a las normas técnicas y de estilo de las fuentes más autorizadas: el Libro de Estilo del IVAP (Instituto Vasco de Administración Pública); y los diccionarios de la Real Academia de la Lengua Española y Euskaltzaindia.

Obviamente no se introducirán cambios en el contenido sustancial del artículo, y en todo caso la versión final será sometida a la aceptación del autor. Dado que la responsabilidad del contenido de un trabajo así como su propiedad pertenecen a los autores hasta que no es publicado en Ekonomiaz, la revista les informará de los posibles cambios y modificaciones de significado que hayan podido producirse durante la revisión crítica y estilística del original, previa a su publicación, y pedirá autorización para modificar el contenido y adaptarlo al estilo editorial. El autor o la autora deberán aceptar las correcciones de estilo propuestas por Ekonomiaz o rechazarlas razonadamente.

4. NORMAS DE PRESENTACIÓN FORMAL DE MANUSCRITOS

1. Los originales, que podrán estar escritos en español, euskera o inglés, en formato MICROSOFT WORD® o compatible, deberán remitirse en versión electrónica bien por correo electrónico (economia@ej-gv.es) o por correo ordinario (pen drive o en CD-Rom) a la siguiente dirección:

Revista *EKONOMIAZ*
Dirección de Economía y Planificación
Departamento de Hacienda y Finanzas
Eusko Jaurlaritza / Gobierno Vasco
Donostia-San Sebastián, 1
01010 Vitoria-Gasteiz

2. La Redacción de Ekonomiaz acusará recibo de los originales, y notificará al autor, a la dirección de contacto señalada, las posibles incidencias del envío y la situación en todo momento de la fase de evaluación, así como el dictámen final.

Para cualquier información sobre el proceso editorial, los autores pueden contactar con la redacción en: <economia@ej-gv.es>.

3. Los originales deberán estar mecanografiados a espacio y medio, con un cuerpo de letra de tipo 12 y con márgenes mínimos de 2,5 centímetros. La extensión de los trabajos deberá estar comprendida entre 25-40 páginas, incluidos apéndices, cuadros y gráficos. En la primera página deberá constar el nombre del autor o autores junto con la institución a la que pertenezcan, además de una dirección de contacto, que incluirá tanto los datos postales como los números de teléfono, fax y la dirección de correo electrónico. Esta dirección de contacto será la empleada en las comunicaciones de los editores de la revista.
4. Cada original incluirá, en una hoja independiente, un resumen del trabajo de no más de 125 palabras en español y en inglés, un índice del contenido, una lista de palabras clave también en español e inglés (al menos dos y no más de cinco) y las referencias correspondientes a la clasificación del *Journal of Economic Literature*.
5. El texto correspondiente al contenido del trabajo presentado deberá comenzar en una nueva página. Las distintas secciones en las que se estructure el artículo han de numerarse de forma correlativa siguiendo la numeración arábiga (incluyendo como 1^a la sección de introducción) y la rúbrica correspondiente se consignará en letras minúsculas tipo negrita. Consecutivamente, los apartados de cada sección se numerarán con dos o, si fuera preciso, tres dígitos (por ejemplo: 2.3, 2.3.2).
6. Los cuadros, gráficos estadísticos y el material gráfico, en general, se numerarán de forma consecutiva en cada categoría y siempre con números arábigos. En cuanto a su ubicación en el original, siempre figurarán al final del documento, tras las referencias y, en su caso, los apéndices; a lo largo del texto se indicará claramente el lugar preciso en el que deberán aparecer en la versión impresa. Su utilización debe ser siempre medida, no debiéndose incluir información innecesaria o irrelevante.
7. Si el artículo incluye representaciones gráficas, se adjuntarán los datos numéricos que sirven de base para su elaboración.
8. Las ecuaciones y cualquier otra expresión matemática deberán aparecer numeradas de forma correlativa a lo largo del texto y con alineamiento al margen derecho.
9. Las notas que se intercalen en el texto deberán limitarse por criterios de estricta oportunidad, de acuerdo con el desarrollo del trabajo. Para referenciar las notas que pudieran incluirse en tablas o cuadros se usarán letras minúsculas (a, b, etc.), presentando su contenido al pie del respectivo cuadro o gráfico. Los agradecimientos y cualquier otra información que pudiera incorporarse figurarán referenciadas mediante un asterisco asociado al título del artículo o al nombre del autor o autores según corresponda.
10. Las referencias a la literatura científica invocadas en el trabajo figurarán tras la última sección del artículo y bajo la rúbrica Referencias bibliográficas. Se deta-

llarán por orden alfabético de autores (no numerada). Su correcta verificación es responsabilidad del autor. Las citas aparecerán en el texto según el formato «autor-fecha», distinguiendo mediante letras minúsculas consecutivas si existen coincidencias de autor y año. Las referencias en el texto que incluyan hasta dos autores deben ser completas, usándose la fórmula et al. para un mayor número de autores.

11. En cuanto a la composición de las entradas en la lista bibliográfica se ajustarán al siguiente formato:

AUERBACH, A. y KOTLIKOFF, L. J. (1983): «National savings, economic welfare, and the structure of taxation», en Feldstein, M.S. (ed.), *Behavioural simulation methods in tax policy analysis*, NBER-The University of Chicago Press, 459-498, Chicago.

COWELL, F.A. (1990): *Cheating the government: The economics of tax evasion*, Massachusetts MIT Press, Cambridge.

HOOVER, K. (1984): «Comment on Frazer and Boland-II», *American Economic Review*, 74: 789-794.

——— 1988: *The New Classical Macroeconomics*, Blackwell, Oxford.

——— 1989: «Econometrics as Measurement», mimeo.

——— 1990: «Scientific Research Program or Tribe? A joint appraisal of Lakatos and the New Classical Macroeconomics», University of California, working Paper, 69, Davis.

——— 1991a: «Calibration and the Econometrics of the Macroeconomy», mimeo.

——— 1991b: comunicación privada.

MIRRLEES, J.A. (1971): «An exploration in the theory of optimum income taxation», *Review of Economic Studies*, 38: 175-208.

SEGURA, J. (1991): «Cambios en la política de defensa de la competencia y la política industrial», *Ekonomiaz*, 21: 32-49.

12. En el caso de que el original se acepte para su publicación, el autor o autora se compromete a satisfacer las recomendaciones y prescripciones de los informes de evaluación y presentar una versión mejorada. También deberá revisar las pruebas de imprenta en el plazo que se indique en cada momento.
13. Los autores o autoras recibirán como mínimo dos ejemplares del número de la revista en el que se publique el original.

PROCESO DE EVALUACIÓN PRECEPTIVA Y DERECHOS DE PROPIEDAD

359

El proceso de evaluación consiste en lo siguiente: a) tras la recepción del artículo se remite acuse de recibo a la dirección de correo electrónico indicada por el o la remitente; b) la Redacción de Ekonomiaz decide rechazarlo o iniciar el proceso de evaluación lo que será comunicada debidamente; c) doble evaluación anónima «por pares» supervisadas por la Redacción de Ekonomiaz, y d) dictamen final de aceptación o rechazo del artículo. Este proceso tiene una duración máxima de dos meses a partir de la recepción del artículo en la Redacción de Ekonomiaz.

Ekonomiaz cuenta con una cartera de evaluadores de primer nivel, acreditados por su participación regular en evaluaciones de publicaciones nacionales y extranjeras de prestigio. Así mismo, para facilitar la evaluación se dispone de un modelo de evaluación propio, que está disponible mediante solicitud a nuestro correo electrónico: economia@ej-gv.es.

A lo largo del proceso, la Redacción de Ekonomiaz supervisa las sucesivas versiones del artículo e informa al autor de la situación de su trabajo. Para cualquier información sobre el proceso editorial, los autores pueden contactar con la Redacción en: economia@ej-gv.es.

DERECHOS DE PROPIEDAD

Ekonomiaz será receptionista de todos los derechos de propiedad de los artículos originales recibidos y publicados que serán gestionados conforme a la licencia Creative Commons , incluyendo reconocimiento y no uso comercial ni de obras derivadas, salvo permiso y en las condiciones establecidas por el propietario de los derechos.

Relación de evaluadores que colaboran con EKONOMIAZ Revista vasca de Economía

Apellidos, Nombre	Organismo
Aixalá Pasto, José	Universidad de Zaragoza
Alcántara Escolano, Vicent	Universidad Autónoma de Barcelona
Alonso Carrera, Jaime	Universidad de Vigo
Altuzarra Artola, Amaia	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Alvarado García, Carlos Agustín	Universidad de Deusto
Álvarez Etxeberria, Igor	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Álvarez Otero, Susana	Universidad de Oviedo
Álvarez Peralta, Ignacio	Universidad Complutense de Madrid
Ansuategi Cobo, Alberto	EHV-UPV Universidad del País Vasco
Aranguren Querejeta, María José	Universidad de Deusto - ESTE
Araujo de la Mata, Andrés	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Arévalo Tomé, Raquel	Universidad de Vigo
Arriola Palomares, Joaquín	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Arto Olaizola, Iñaki	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Astorkiza Ikazuriaga, Inmaculada	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ayala Cañón, Luis	Ministerio de Economía y Hacienda
Bárcena Martín, Elena	Universidad de Málaga
Bastida Vilà, Benjamín	Universidad de Barcelona
Bermejo Gómez de Segura, Roberto	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Betzuen Zalbidegoitia, Amancio	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Bonilla Regadera, José Miguel	Tribunal Vasco Cuentas Públicas
Borrell Arqué, Joan Ramón	Universidad de Barcelona
Caballero Miguez, Gonzalo	Universidad de Vigo
Cabasés Hita, Juan Manuel	Universidad Pública de Navarra
Calero Martínez, Jorge	Universidad de Barcelona
Calero Pérez, Pedro	Universidad de Salamanca
Camarero Izquierdo, Carmen	Universidad de Valladolid
Cantarero Prieto, David	Universidad de Cantabria

Apellidos, Nombre	Organismo
Cantó Sánchez, Olga	Universidad de Vigo
Carpintero Redondo, Oscar	Universidad de Valladolid
Cerbán Jimenez, Maria del Mar	Universidad de Cádiz
Cuello de Oro Celestino, Diego Jesús	Universidad de Valladolid
Chamorro Gómez, José Manuel	EHU-UPV Universidad del País Vasco
De Pablo Valenciano, Jaime	Universidad de Almería
De Rus Mendoza, Ginés	Universidad de Las Palmas
Del Río Otero, Coral	Universidad de Vigo
Del Saz Salazar, Salvador	Universidad de Valencia
Del Valle Erkiaga, Ikerne	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Déniz Mayor, José Juan	Universidad de Las Palmas
Díez Roldán, Carmen	Universidad de Castilla-La Mancha
Durán Cabré, José María	Universidad de Barcelona
Elizagárate Gutierrez, Victoria	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Elizagárate Gutierrez, Juan Carlos	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Erauskin Iurrita, Iñaki	Universidad de Deusto
Escapa García, Marta	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Escudero de la Hera, Juan Carlos	Gobierno Vasco
Esteban Galarza, Marisol	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Esteller Moré, Alejandro	Universidad de Barcelona
Estoa Pérez, Abel	Comisión Nacional de la Energía
Ferreiro Aparicio, Jesús	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Freire Serén, María Jesús	Universidad de Vigo
Galarraga Gallastegui, Ibon	Naider
Galindo Martín, Miguel Ángel	Universidad de Castilla-La Mancha
Gallastegui Zulaica, Inmaculada	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Galve Górriz, Carmen	Universidad de Zaragoza
García Larragan, José Ignacio	Universidad Comercial de Deusto
García Montoya, Miguel Ángel	EHU-UPV Universidad del País Vasco
García Pérez, Carmelo	Universidad de Alcalá
Garmendia Ibañez, Jesús	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Garrido-Yserte, Rubén	Universidad de Alcalá

Apellidos, Nombre	Organismo
Gibaja Martins, Juan José	Universidad de Deusto-ESTE
González-Casimiro, Pilar	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Goñi Mendizabal, Igor	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Gracia Andía, Ana Belén	Universidad de Zaragoza
Gradín Lago, Carlos M.	Universidade de Vigo
Guillamón Martínez, David	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Gutiérrez Cillán, Jesús	Universidad de Valladolid
Gutiérrez Hurtado, Fco. Javier	Universidad de Valladolid
Hernández Carrión, Carlos	Universidad de Burgos
Herrero Alcalde, Ana	UNED
Hoyos Ramos, David	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Huerta Arribas, Emilio	Universidad Pública de Navarra
Iglesias Fernández, Carlos	Universidad de Alcalá
Labandeira Villot, Francisco Xavier	Universidad de Vigo
Larreina Díaz, Mikel	Universidad Comercial de Deusto
Lobejón Herrero, Luis Fernando	Universidad de Valladolid
López i Casasnovas, Guillem	Universitat Pompeu Fabra
Lorca Fernández, Pedro	Universidad de Oviedo
Madariaga Ibarra, Joseba A.	Universidad Comercial de Deusto
Mallor Giménez, Fermín	Universidad Pública de Navarra
Martín Guzmán, Pilar	Universidad Autónoma de Madrid
Mancha Navarro, Tomás	Universidad de Alcalá
Martínez Arnáiz, Alberto	EHV-UPV Universidad del País Vasco
Mogás Amorós, Joan	Universitat Rovira i Virgili
Moneva Abadía, José Mariano	Universidad de Zaragoza
Muñoz Cidat, Cándido	Universidad Complutense de Madrid
Murga Elexpuru, Mikel	Massachusetts Institute of Technology (MIT)
Murua Mújica, Juan Ramón	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Navarro Arancegui, Mikel	Universidad de Deusto-ESTE
Ogando Canabal, Olga	Universidad de Valladolid
Ortún Rubio, Vicente	Universitat Pompeu Fabra
Otero Giráldez, María Soledad	Universidad de Vigo

Apellidos, Nombre	Organismo
Padilla Rosa, Emilio	Universidad Autónoma de Barcelona
Palacio Vera, Alfonso	Universidad Complutense de Madrid
Pascual Arzoz, Pedro	Universidad Pública de Navarra
Pascual García de Azilu, Unai	Universidad de Manchester
Pena López, José Atilano	Universidade da Coruña
Peña Legazkue, Iñaki	Universidad de Deusto-ESTE
Pérez Arriaga, Ignacio	Universidad Pontificia Comillas
Pérez García, Francisco	Universidad de Sevilla
Pina Martínez, Vicente	Universidad de Zaragoza
Planas Miret, Ivan	Universitat Pompeu Fabra
Plaza Inchausti, Mª Beatriz	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ramos Morilla, Xavier	Universidad Autonóma de Barcelona
Rausell Köster, Pau	Universidad de Valencia
Raymond Bara, José Luis	Universidad Autónoma de Barcelona
Roca Jusmet, Jordi	Universidad Autónoma de Barcelona
Rodríguez Enríquez, Eduardo	Universidad de Oviedo
Rodríguez Fernández, José Miguel	Universidad de Valladolid
Rodríguez González, Carlos	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Rodríguez Saiz, Luis	Universidad Complutense de Madrid
Rojo Porras, Mª Paz	Gobierno Vasco
Romero Gil, Begoña	Sindicatura de Comptes-Valencia
Ruiz de Arbulo, Patxi	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Ruiz Elva, Vidal	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Sánchez Sánchez, Antonio	Universidad de Zaragoza
Sánchez Santos, José Manuel	Universidade da Coruña
Santibañez Gruber,Javier	Universidad Comercial de Deusto
Sanz Villarroya, Isabel	Universidad de Zaragoza
Sastre García, Mercedes	Universidad Complutense de Madrid
Segura Sánchez, Julio	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Serrano Martinez, Lorenzo	Universitat de València
Serrano Pérez, Felipe	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Simón Fernández, Blanca	Universidad de Zaragoza

Apellidos, Nombre	Organismo
Soto Guinda, Joaquín	Ministerio de Economía y Hacienda
Tránchez Martín, Manuel	UNED
Utrilla De la Hoz, Alfonso	Universidad Complutense de Madrid
Velasco Barroetabeña, Roberto	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Verona Martel, María Concepción	Universidad de Las Palmas
Vilalta i Ferrer, Maite	Universidad de Barcelona
Vilardell Riera, Immaculada	Universidad Autónoma de Barcelona
Villarreal Larrinaga, Oskar	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Zabala Rabadán, Oskar	Ente Vasco de la Energía-EVE
Zarraga Castro, Amaia	EHU-UPV Universidad del País Vasco
Zurbano Irizar, Mikel	EHU-UPV Universidad del País Vasco

EKONOMIAZ

ÚLTIMOS NÚMEROS PUBLICADOS

55. Inversión extranjera directa y procesos de deslocalización
56. Ciencia, tecnología innovación y sociedad.
57. Valoración de activos ambientales: la catástrofe del Prestige
58. Ciudades Región Globales. Espacios creativos y Nueva Gobernanza
59. Capital Social. Innovación Organizativa y Desarrollo Económico
60. La evaluación de las políticas públicas
61. Economía y derecho de la competencia
62. La actividad emprendedora como motor de desarrollo económico
63. Infraestructuras tecnológicas. Soporte de la Economía del siglo XXI
64. Desarrollo sostenible y Agenda 21 Local
65. Responsabilidad social de la empresa. Más allá de la sabiduría convencional
66. Claves del sistema financiero
67. Economía del cambio climático. Diseño de políticas de mitigación y adaptación
68. Grupos empresariales. Nuevos agentes económicos de decisión.
69. La política fiscal. Perspectivas actuales
70. Sistemas regionales de innovación
71. Sociedades en emergencia energética
72. La financiarización de la Economía. El fracaso del crecimiento dirigido por las finanzas
73. Nueva política de transporte para el siglo XXI. La respuesta al reto de la sostenibilidad
74. Gobernanza y competitividad territorial
75. Eco-innovación. Más allá de los factores, la productividad de los recursos naturales
76. Prospectiva y construcción de futuro
77. La nueva economía institucional
78. Industrias culturales y creativas en la sociedad del conocimiento desigual
79. El cooperativismo ante la globalización
80. De la nueva gestión pública a la gestión pública innovadora
81. Estado de bienestar y gobierno multinivel
82. Europa: futuribles económicos y políticos
83. Estrategias de especialización inteligente

PRÓXIMO NÚMERO

- El papel y estructura de las pensiones complementarias de empleo

