

**LA FINANCIACION DE LAS ECONOMIAS REGIONALES EN
LA UNION MONETARIA**

Alberto Alberdi Larizgoitia

Vitoria-Gasteiz , 16 de julio de 1999

El proceso de Unión Monetaria Europea en nuestro entorno más cercano, y el de la globalización en un plano más general, hacen que los espacios regionales cobren un protagonismo económico mayor del que nunca tuvieron en el pasado. Sin embargo, hay muchos aspectos de esa realidad regional insuficientemente conocidos. Entre ellos, de forma muy destacada, el de la financiación, que constituye el objeto de este estudio. En él se parte de una concepción postkeynesiana del dinero y del proceso ahorro-inversión para ofrecer una visión estructurada del impacto de las condiciones de financiación en las economías regionales que conjuga los aspectos teóricos con el repaso a la evidencia empírica internacional disponible, con especial referencia al caso español.

Entre sus resultados más llamativos se cuenta una aclaración de la “vieja” cuestión de los flujos financieros, que rebate la conocida y extendida tesis de Myrdal, de que los bancos canalizan el ahorro de las regiones menos desarrolladas hacia las de mayor renta, la explicación de la importancia de contar con una banca a escala europea, así como también una crítica al papel atribuido a los movimientos de capitales dentro de la tradición neoclásica, de la cual constituye un exponente destacado la aportación de Feldstein.

Además de ello, se examinan un buen número de cuestiones en torno al funcionamiento del ajuste de las economías regionales (los mercados regionales de crédito, la existencia de intermediarios financieros “a lo largo del país”, de activos de general aceptación y mercados líquidos, la influencia del ciclo coyuntural y de las políticas de estabilización...) que van a ser determinantes para entender su comportamiento en el marco de la Unión Monetaria.

Alberto Alberdi Larizgoitia es licenciado y doctor en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco. Autor de numerosos artículos y estudios aplicados sobre economía regional; ha desarrollado la mayor parte de su carrera profesional como economista del Gobierno Vasco, en el que ha sido Director de Planificación, Director de Estudios Económicos y Director de Asuntos Económicos de la Presidencia, cargo que desempeña en la actualidad.

I.- INTRODUCCION

Aunque se trata de una situación que está experimentando un cambio notable, creo que todavía no es exagerado decir que la cuestión de la financiación regional está rodeada por una nebulosa, esto es, que se trata de un campo en el que existe una notable falta de claridad, cuando no verdadera confusión. La muestra más elocuente de ello es el hecho de que esté bastante extendida la opinión, al menos en la academia, de que se trata de un campo de investigación de dudosa utilidad y en el que difícilmente pueden obtenerse conclusiones relevantes.

Esta situación dominante hasta la fecha no es producto de la casualidad, sino que deriva del paradigma teórico dominante: la teoría neoclásica. Hay, efectivamente dos aspectos fundamentales en ella en los que se basa la insignificancia de la financiación regional:

1.- La teoría de las productividades marginales decrecientes conduce a la predicción de igualación del precio de los factores productivos en un espacio con movilidad de los capitales.

2.- La doctrina del ahorro previo que se capitaliza posteriormente.

La consecuencia directa de la primera es la tan actual predicción de convergencia, es decir de un flujo de capitales hacia las economías menos desarrolladas en las que la productividad marginal del capital es relativamente más elevada a medida que progresa la acumulación en las más ricas. No nos vamos a ocupar aquí de las diversas clases de convergencia (absoluta, condicionada, β , σ), ni de la evidencia empírica acerca de las mismas, porque lo que nos interesa resaltar ahora es que de ella se deriva **una dirección para los flujos de capitales**, algo que es muy importante.

La segunda es no menos importante, porque si de la primera se desprende una dirección, ésta la completa señalando los fondos que son susceptibles de movilizarse: el

ahorro que se puede trasladar a otros espacios para aumentar la capitalización allí donde recibe una mayor rentabilidad. La concepción neoclásica del ahorro y la inversión implica una teoría del dinero caracterizada por un tipo de interés endógenamente determinado por la igualdad de ambas magnitudes y por una determinación exógena de la oferta monetaria que conduce a la fijación de los precios.

Este modelo teórico es totalmente coherente en su desarrollo y no deja efectivamente mucho lugar para ocuparse de la financiación regional en presencia de un único mercado financiero y de capitales. Como certeramente advirtiera Keynes, la crítica de esta teoría debe dirigirse a sus supuestos y no al cuidadoso edificio levantado sobre ellos. En medio de no poca confusión, esa es la tarea que él acometió en la *Teoría General* y que ha sido completada por la corriente de pensamiento postkeynesiana, cambiando profundamente la manera de entender la macroeconomía y, en definitiva, proporcionando un nuevo marco teórico indispensable para abordar la financiación regional.

Como es fácil de comprender, la crítica a la que nos referimos ha consumido montañas de literatura económica, de carácter complejo y difícil de resumir, por lo que en el contexto de este trabajo únicamente exponemos las conclusiones más relevantes a los efectos perseguidos.¹ Para dar pie a esa síntesis de ideas vale la pena repetir una frase con la que James Meade resume la revolución keynesiana:

"Keynes's intellectual revolution was to shift economists from thinking normally in terms of a model of reality in which a dog called *savings* wagged his tail labelled *investment* to thinking in terms of a model in which a dog called *investment* wagged his tail labelled *savings*."²

El sentido de causación era justamente el contrario al postulado por la teoría neoclásica, porque el ahorro no puede ser superior a la inversión en una fecha previa, ya

¹ En Alberdi Larizgoitia, 1995a y 1995b se puede encontrar una exposición con esta finalidad, más completa y extensa la primera, y resumida en forma de artículo la segunda.

² Meade, 1975

que todo intento de aumentar el ahorro es autodestructivo: el gasto de unos constituye la renta de los otros. Es el problema de la falacia de la composición, que Keynes desvela a partir de su sistema contable del costo de uso en el que el ahorro se iguala necesariamente a la inversión.³ Al margen de ello, la idea de que algo no estaba bien en el mercado neoclásico de capitales venía de antiguo, y se menciona claramente en la *Teoría General*: el ahorro y la inversión no pueden determinar el tipo de interés porque el argumento es circular, ya que para saber cuál es la inversión es preciso conocer previamente el tipo de interés que hay que comparar con la eficacia marginal prevista para el nuevo capital.

Una manera alternativa de entender la relación entre el ahorro y la inversión y de llegar a una concepción endógena de la demanda de dinero, que es además muy útil para el análisis de los problemas regionales, consiste en seguir las distintas fases de desarrollo histórico que han caracterizado al sistema bancario, tal y como las ha descrito Victoria Chick.⁴ Haciendo un esfuerzo de síntesis, y sin pérdida de poder explicativo, nosotros vamos a reducir las cinco estadias descritas por esta autora a las tres siguientes:⁵

Primera.- En los primeros tiempos de la banca nos encontramos con un elevado número de instituciones de pequeño tamaño. El dinero fiduciario se supone que es ya competencia del banco central y en consecuencia los pasivos de tales bancos apenas funcionan como medios de pago. Bajo estas condiciones la expansión del crédito supone un mínimo retorno de fondos, incluso para el conjunto del sistema, de manera que la base monetaria inyectada en forma de dinero fiduciario depositada en la banca a medida que crece la confianza en ella es la que permite alguna actividad crediticia.

³ Keynes, 1936, p.83-84.

⁴ Chick, 1986.

⁵ El texto sigue lo expuesto en Alberdi, 1995a, página 56 y siguientes. Nuestra simplificación de las fases se considera suficiente a los efectos de nuestro análisis; aunque algunas exposiciones recientes, más centradas en el desarrollo bancario (Dow, 1999), añaden una sexta etapa, que se caracterizaría por la *securitisation*, es decir lo que podríamos llamar *titulización* de activos, e incluso sugieren una séptima en la que la titulización erosiona la base de los depósitos bancarios y se borran sus características distintivas para imponerse una genérica labor de intermediación financiera.

En un contexto así la teoría neoclásica es relevante, como lo es también la teoría cuantitativa del dinero.

Segunda.- Con el tiempo la confianza en los bancos crece y el número de estos disminuye. Se comienza a hacer uso extensivo de los depósitos como medios de pago, lo que al contrario que en la etapa anterior hace que buena parte de los créditos retornen al sistema bancario. La teoría que describe este estado de cosas es la del multiplicador del dinero, es decir un modelo en el que la creación de dinero bancario tiene su origen en una base monetaria exógena y en el consiguiente paso intermedio de otorgamiento de crédito. Los bancos cuentan ya con la posibilidad de acudir a mercados financieros desarrollados e incluso excepcionalmente al prestamista de última instancia. Chick distingue una tercera etapa, asimilable a ésta, pues no se basa más que en un perfeccionamiento del mecanismo de creación de dinero a través del desarrollo del mercado interbancario.

Tercera.- Su nota distintiva fundamental es el afianzamiento de la figura del prestamista de última instancia que, al procurar como objetivo clave la estabilidad del sistema financiero y una política estable de tipos de interés, hace que desaparezcan las restricciones de reservas para la banca. Los bancos centrales pueden facilitar las reservas a un tipo penalizador, pero no pueden rehusar proporcionar las facilidades de la ventanilla de descuento porque no pueden permitirse poner en peligro la solvencia del sistema bancario.⁶ De acuerdo con la nueva situación los bancos abandonan la actitud pasiva y buscan cubrir cualquier demanda razonable de crédito que permita obtener beneficios. Mantienen de hecho amplias líneas de crédito abiertas a favor de sus clientes a los que en su caso reducen los préstamos a través de elevaciones del precio. Ahora es la demanda de crédito la que dirige la creación de dinero desde el principio y sólo posteriormente los depósitos hacen las reservas. En

⁶ Arestis, 1988, p. 47.

la última etapa definida por Chick en la que se ha generalizado la gestión de pasivos y la estrategia bancaria es tan agresiva en el activo y en el pasivo, incluso se pretende que es la propia oferta de crédito la que provoca el crecimiento de éste. La correspondencia de este desarrollo institucional en el orden teórico requiere una revisión crítica de la teoría del multiplicador y del dinero.

Después de haber establecido una relación entre los distintos niveles de desarrollo institucional y la propia evolución de la teoría monetaria, podemos reparar en que los cambios institucionales sugieren también una lectura desde el punto de vista del proceso ahorro-inversión. En efecto, en la primera etapa que se ha descrito el predominio del dinero metálico o fiduciario es casi absoluto y los bancos no tienen capacidad de crear dinero, de manera que lo que hacen es prestar los fondos que reciben. En la medida en que los depósitos son el activo fundamental del sector privado y en que no cumplen funciones esenciales de giro pueden ser asociados al ahorro, con lo que se configura un modelo en el que la inversión requiere de un ahorro previo.

Cuando todos esos exigentes supuestos de la primera etapa comienzan a desmoronarse, es decir, cuando los depósitos se constituyen en el medio de pago fundamental, ya no pueden ser identificados con el ahorro, porque entremezclada con su función de depósito de valor está la de servir de instrumento para la realización de toda esa cadena de transacciones que describe el multiplicador y que supone su movilización de banco en banco sin abandonar el sistema. Los depósitos pueden responder tanto a una voluntad de ahorro como a un motivo de financiación de la inversión con crédito previo o, en fin, a simple consumo intermedio o final. En la medida en que un volumen dado de reservas pone en acción el mecanismo del multiplicador resulta que la inversión no requiere ya de un ahorro previo pues se financia con el crédito bancario. Ni que decir tiene que esa independencia naciente de la inversión se consolida plenamente en la tercera

estadía en la que la estrategia bancaria se volvía agresiva al desaparecer la restricción de las reservas.

Esta larga evolución del sistema financiero y el cambio de la naturaleza del negocio bancario que lleva aparejado podría resumirse diciendo que los intermediarios bancarios pasaron de ser entidades de depósito a ser entidades de crédito. Este cambio es aún más notable cuando tenemos en cuenta la especialización existente entre los distintos tipos de entidades. Desde la experiencia británica, se nos cuenta que las sociedades de préstamo hipotecario dicen que su actividad está limitada por el volumen de "ahorro" que se realiza en ellas, pero que nunca se oye hablar a los banqueros de la misma manera. "Cuando los bancos compiten por los depósitos están intentando recuperar los "ahorros" que como pagos de renta ya habían circulado a través de sus cuentas con anterioridad".⁷ En nuestra propia experiencia, las *Cajas de Ahorros*, además de esa actividad de préstamo hipotecario, recuperan una buena parte de los pagos de renta hasta el punto de que su cuota de depósitos supera a la de la banca, pero al jugar un papel mucho más secundario en el crédito, que es el motor de la creación de dinero bancario, presentan un bajo apalancamiento (elevada solvencia) que merma su rentabilidad aunque dispongan de buenos márgenes de intermediación;⁸ en suma, un buen ejemplo de lo que significa la transición entre una entidad de depósito y una entidad de crédito.

Por lo demás, las implicaciones de estas transformaciones institucionales sobre el desarrollo económico son extraordinarias. Hasta que las mismas no tuvieron lugar, la existencia de una moneda elástica que respondiera a las necesidades de los negocios quedaba sometida prácticamente al azar, de manera que en períodos afortunados se favorecía la expansión pero en otros acontecía lo contrario. Sabemos muy bien la importancia que Keynes atribuyó a la gestión de la moneda desde su *Tract on Monetary*

⁷ Chick, 1990, p.274.

⁸Véase el análisis de los resultados de las Cajas vascas llevado a cabo en Beristáin y Martínez de Alegría, 1994.

Reform e incluso la fascinación que le produjo la observación de todos estos hechos desde una perspectiva histórica,⁹ aunque su mensaje, como ocurre en general con su pensamiento monetario, quedaría relegado por el primer plano ocupado por el problema de la demanda efectiva.¹⁰

Entre los grandes economistas, es muy cierto que también Schumpeter vio el insustituible papel del crédito, al que definió como "*creación* de poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario", en cualquier proceso de desenvolvimiento económico que por su naturaleza implica incrementar el flujo circular de la renta y no simplemente mantenerlo. Pero si bien es cierto que un pensador institucionalista como él enunciaba claramente que sin crédito no hay crecimiento, la teoría subyacente permanecía enquistada en un esquema de equilibrio ahorro-inversión a través del tipo de interés en el que seguía vigente la idea de que el ahorro se invierte y de que por lo tanto la primera magnitud es *previa* a la segunda.

De acuerdo con esta evolución del sistema financiero, sólo en sus primeras fases donde predomina el dinero mercancía es posible un sentido de causación desde el ahorro a la inversión. Cuando contamos con un sistema desarrollado, ya ni se pueden identificar los pasivos bancarios con el ahorro ni los mismos suponen una restricción de cara a la actividad crediticia de la banca.

⁹"Keynes's "monetary" interpretation of world history was based on periodic redistributions of the precious metals between the continents - an idea which clearly fascinated him. The most famous application in chapter 30 is to Western Europe's commercial revolution in the sixteenth and seventeenth centuries. To Keynes, the origins of capitalism are to be found pure and simple in Spanish treasure, specifically in the influx into Western Europe of precious metals from Spanish America: an idea that links economic progress to the animals spiritus of buccanniers and pirates rather than to the abstinence of secular monks. 'Never in the annals of the modern world', Keynes writes, 'has there existed so prolonged and so rich an opportunity for the businessman, the speculator and the profiteer. In these golden years modern capitalism was born... It is unthinkable that the difference between the amount of wealth in France and England in 1700 and the amount in 1500 could ever have built up by thrift alone' ". (Skidelsky, 1992, p. 333).

¹⁰ El antiguo Egipto era doblemente afortunado, y, sin duda debió a esto su fabulosa riqueza, porque poseía dos actividades: la de construir pirámides y la de buscar metales preciosos, cuyos frutos desde el momento en que no podían ser útiles para las necesidades humanas consumiéndose, no perdían utilidad por ser abundantes. La Edad Media construyó catedrales y cantó endechas. Dos pirámides, dos misas de réquiem, son dos veces mejores que una; pero no sucede lo mismo con dos ferrocarriles de Londres a York. (Keynes, 1936, p.131).

En el mundo actual, que cuenta con un sistema financiero evolucionado, la inversión es por lo tanto el verdadero motor del sistema económico, y si la misma debe crecer sobre su nivel actual precisa necesariamente de financiación crediticia para hacerse realidad. Esto es lo que se conoce como el motivo financiación de la demanda de dinero, que constituye la piedra angular de la teoría keynesiana.¹¹ Por ello, si en el campo real resulta que la inversión hace el ahorro, su expresión correlativa en el orden financiero es que el crédito hace los depósitos.

La demanda de liquidez para hacer posible un incremento planeado de la actividad debe ser correspondida por el sistema bancario, pues de lo contrario se produciría un incremento de los tipos de interés que la harían inviable. Estamos ante una concepción endógena de la demanda de dinero, en la que la autoridad monetaria fija el tipo de interés al cual se facilita financiación al sector privado y la cantidad de dinero se determina en función de la demanda.

Es muy posible que a cualquier hombre práctico que observa la política monetaria desarrollada hoy en día por la Reserva Federal o por el Banco Central Europeo, esta concepción del dinero le puede parecer una obviedad. Pero habría que recordar que todavía hace muy poco tiempo se mantenía la ficción de un control de la cantidad de dinero por la autoridad monetaria, y que de hecho el cambio en la política práctica se ha llevado a cabo sin un reconocimiento equivalente de lo acertado de la posición postkeynesiana frente a la monetarista.

Ahora bien, aunque el cambio en la concepción del dinero sea pertinente y necesario, y lleve a un enfoque completamente diferente de la financiación en general, no soluciona en sí mismo el problema de la irrelevancia del dinero puesta de manifiesto en el modelo neoclásico. Por más que el tipo de interés sea exógeno y la financiación se acomode a él, sigue sin verse cuáles son las implicaciones para la financiación regional, a menos que se

¹¹ La argumentación keynesiana no se refiere a la inversión sino más genéricamente a la demanda de liquidez adicional que se precisa para pasar aun nivel más alto de actividad.

pueda defender la divergencia regional de tipos u otras restricciones o particularidades de los mercados regionales de crédito.

Como más adelante veremos, tanto bajo la versión del modelo clásico como bajo la keynesiana, la única posibilidad de conferir un lugar al dinero será romper la unidad de mercado y postular la existencia de un mercado regional de capitales,¹² basado en cuestiones como son la existencia de asimetrías de información o una diferente preferencia por la liquidez.

Sin embargo, la discusión de los mercados regionales de crédito no es siquiera la línea dominante que ha seguido la literatura. Cuando se consulta la bibliografía existente sobre financiación regional,¹³ se aprecia efectivamente que las referencias arrancan de bastante atrás en el tiempo y que en ellas predominan los trabajos originales de los Estados Unidos, que normalmente versan sobre la cuestión del impacto regional de la política monetaria que siempre ha interesado en aquel país. Hay que tener en cuenta que no en vano se trata de un país de gran dimensión y estructura federal, cuya unión monetaria es todavía una historia relativamente reciente.¹⁴ Sin embargo, a pesar de esa tradición estadounidense, el interés por el tema había decaído bastante hasta su recuperación en los últimos años, debido seguramente al acicate que representa la posibilidad de extraer lecciones para el actual proceso de unión monetaria europea.

Aunque las principales líneas que ha seguido la literatura han sido las citadas de los mercados regionales de crédito y de modelos de impacto de la política monetaria, hay una tercera línea que es también muy importante y que es la de los flujos financieros interregionales. Algunos autores, como Dow y Rodríguez Fuentes en el artículo citado, estiman que esta línea tiene menor interés, debido a que las estimaciones estadísticas al uso

¹² Es el caso del modelo que plantean Moore and Hill, 1982, del que más adelante se expondrán dos versiones una neoclásica y otra keynesiana.

¹³ El reciente artículo resumen de Dow y Rodríguez Fuentes, 1998, constituye una magnífica guía para ello. Hay que mencionar que Sheila Dow ha sido quizá la protagonista más destacada del reciente desarrollo de la literatura sobre financiación regional.

¹⁴ Véase Alberdi, 1989, acerca de la integración monetaria de los Estados Unidos.

descansan sobre supuestos tan fuertes que las privan completamente de interés. Se refieren, concretamente, a prácticas extendidas como la de estimar las magnitudes financieras regionales mediante imputaciones de las del conjunto de la economía según su peso en el PIB. La crítica es sin duda pertinente, e incluso cabría añadir que esta literatura ha estado teñida de no poca confusión entre flujos reales y financieros. Pero a pesar de ello, la posición que aquí se mantiene es bien diferente; de hecho se entiende que la línea de las estadísticas de flujos financieros es altamente productiva en comparación con los decepcionantes resultados de los modelos reducidos de impacto de la política monetaria, y que además resulta un complemento insustituible de cualquier teoría de los mercados regionales de crédito.

Así pues, en coherencia con la afirmación anterior el presente trabajo se ocupa en primer lugar de los flujos financieros, para luego hacerlo de las teorías de la financiación regional. Finalmente, con el bagaje de uno y otro capítulo se pasará al campo aplicado de las estadísticas y los análisis que se derivan de ellas.

II . - LOS FLUJOS FINANCIEROS INTERREGIONALES: EL AJUSTE DE LA CUENTA FINANCIERA¹⁵

En la introducción nos hacíamos eco del predominio del modelo neoclásico en lo que al análisis de los flujos de capitales se refiere. Pero a decir verdad, ese predominio no ha sido absoluto, porque junto a él siempre ha figurado la poderosa influencia de la crítica de Myrdal y su “teoría de la causación acumulativa” del desarrollo, que implicaba unos flujos de capitales de sentido opuesto a los que predice el modelo neoclásico. La idea de Myrdal surgió como un intento de explicar la pobreza y el subdesarrollo a escala internacional, pero contiene un capítulo referido a los mecanismos que explican las desigualdades regionales.¹⁶ A decir verdad, en cuanto teoría del desarrollo, su aportación no sólo es valiosa sino que presenta hoy grandes dosis de actualidad: sus referencias a la importancia de la *geografía económica*, el énfasis en la importancia de los *accidentes históricos*, que tanto recuerda el concepto de *dependencia de la senda*; o el propio papel atribuido al comercio internacional en un contexto de rendimientos crecientes son algunos de los elementos sorprendentemente actuales que su teoría del desarrollo opuso a lo que en la misma se denominaba como *elementos compensadores*, que no eran otros que los convencionales argumentos neoclásicos de *deseconomías externas* y *precios de los factores*.

Pero una cosa es la explicación de los rasgos generales de un proceso de crecimiento y otra la de las vías de su financiación; aspecto de su teoría mucho más discutible y sobre el que también se pronunciaba con claridad:

¹⁵En la literatura, y también a lo largo de este trabajo, es frecuente hacer referencia a la cuenta financiera con el nombre de cuenta de capital, a pesar de que de acuerdo con los sistemas contables los agregados básicos de dicha cuenta sean el ahorro entre los recursos, la formación de capital en los empleos, siendo su saldo la capacidad o necesidad de financiación. Pero a pesar de que la explicación de la financiación arranca en sentido estricto donde termina la cuenta de capital, y de que por ello trataremos de referiremos a la cuenta financiera o, en plural, a las cuentas financieras de la economía, es casi inevitable el que a veces se deslice la expresión de cuenta de capital o flujos de capitales para reflejar la financiación de la economía.

¹⁶Myrdal, 1979, capítulo III.

“Los movimientos de capital muestran una tendencia semejante a incrementar la desigualdad. En los centros de expansión la demanda creciente impulsa a la inversión; ésta a su vez aumenta los ingresos y la demanda da lugar a una segunda fase de inversión y así sucesivamente. El ahorro se incrementará como resultado de los ingresos más altos, pero tenderá a rezagarse respecto a la inversión, ya que la oferta tendrá que hacer frente a una vigorosa demanda. En otras regiones la ausencia de un nuevo impulso expansionario implica que la demanda de capital permanece a niveles relativamente bajos, aun en comparación con la oferta de ahorros, y éstos serán bajos, ya que los ingresos también lo son y muestran tendencia a disminuir. Los estudios realizados en muchos países demuestran que el sistema bancario tiende a transformarse - si no se regula para que actúe de forma diferente - en un instrumento que absorbe los ahorros de las regiones pobres hacia las más ricas y progresistas, en donde los rendimientos de capital son altos y seguros”.¹⁷

La conclusión en torno a la dirección del flujo de los capitales y al papel del sistema bancario contribuyó a popularizar una concepción de las desigualdades regionales conforme a la cual “el ahorro de las regiones pobres financiaba el crecimiento de las economías desarrolladas”.

Se trata obviamente de una concepción alternativa crítica, que descansa en una afirmación que hay que someter a contrastación estadística, porque de hecho la condición necesaria para la existencia de flujos de capital desde la periferia al centro es la de la existencia de un excedente susceptible de ser transferido, algo que en principio no parece tan evidente. Durante mucho tiempo, la ausencia de estadísticas permitió que esa predicción alternativa, tan discutible en principio como la neoclásica, se generalizase sin más a todas las relaciones interregionales. Pero como tendremos ocasión de ver, a medida que la elaboración de estadísticas se ha ido generalizando, cobra fuerza la idea de que los fenómenos de atraso y desarrollo son difícilmente reducibles a un esquema de ese tipo, e incluso que se ha podido observar que en las regiones desarrolladas de alto crecimiento se daban al mismo tiempo generación de excedentes por cuenta corriente y afluencia de capitales del exterior, coincidencia que motivó lo que se dio en llamar la hipótesis de la “causa común”.¹⁸

¹⁷ Myrdal, 1979, p. 40.

¹⁸ Von Neumann, 1967.

Desde nuestro punto de vista, y a la luz de la teoría de las etapas de desarrollo del sistema financiero que acabamos de exponer muy sucintamente, la teoría de Myrdal puede tener un poder explicativo de fenómenos históricos de acumulación en un contexto de sistemas bancarios primitivos en los que se precisaba nuevo *dinero mercancía* para ampliar la producción, ocasionando flujos desde la periferia al centro. Esas son las restricciones al crecimiento que tanto preocuparon a Keynes desde su *Tratado del dinero* a su crítica al patrón oro en el *Tratado sobre la reforma monetaria*. Pero el propio esquema de desarrollo institucional nos dice que cuando la banca evoluciona y se abandona la *reliquia bárbara* para consolidar un sistema de *dinero crédito*, ya no hay razón para que se produzcan restricciones que impidan cubrir la demanda de liquidez que precisa todo proceso de crecimiento económico.

Es más, si profundizamos en el funcionamiento de las economías bajo el sistema de dinero mercancía, vemos que la condición necesaria para un proceso de crecimiento es la existencia de un superávit en los intercambios exteriores:

“ With growing knowledge and a growing labour force any equilibrium must be dynamic, with all the various stocks and flows increasing at a fairly steady rate over time. If the stock of capital in a region is growing, and with it the level of money incomes, then the stock of money and other financial assets must also grow, in order to maintain asset equilibrium over time. In order to sustain a growing level of monetary deposits, each regions needs a continuing flow of cash reserves. This inflow of reserves may, possibly, be satisfied by continuing net sales of financial claims on the regions to outsiders, with the reserve inflow financed therefore by a capital account surplus. But in order for the equilibrium to be maintained, these net sales must no disturb the asset balance in the region between capital, money and others financial assets , nor the current-account balance between exports, imports and net interest payments. A more likely method for a region to satisfy its growing demand for money is for it to run a steady current-account surplus over the time”.¹⁹

El problema de esta cita es precisamente que su autor no se refiere a un mundo de *dinero mercancía* sino al actual; cayendo en el error de considerar exógena y dada la

¹⁹ Goodhart, 1989, p.394.

cantidad de dinero, en lugar de contemplar una economía de *dinero crédito*. Si se piensa en el fondo de dicho razonamiento, se aprecia que constituye un ejemplo de vuelta a la doctrina del ahorro previo que se capitaliza posteriormente para dar lugar al crecimiento. Una economía en crecimiento precisa liquidez adicional, que debe provenir de un flujo neto positivo de capitales exteriores, es decir, de un ahorro que un país tercero ha realizado previamente; o, en su defecto, de un excedente en los intercambios de bienes con el exterior.²⁰ El problema con este tipo de razonamiento es que cuando se pasa a tener en cuenta a la totalidad de las regiones, el ahorro previo se vuelve imposible con lo que necesariamente se busca la solución en una vuelta al dinero mercancía y finalmente en una expansión crediticia basada en el dinero crédito y en el dinero fiduciario:

“ This however rises a more general problem of how to make it possible for all the growing regions, taken in the aggregate, to be simultaneously running current-account surpluses in order to satisfy their needs for money. One standard solution for this has been for the monetary reserve to be some real object - eg., gold or pigs or red feathers- produced in one region but used as a monetary reserve throughout the country. In this case the producing region can treat the monetary object as an export, while the other regions can treat it as an addition to monetary reserves. In this fashion all the regions can simultaneously run a current-account surplus. Nowadays, with the replacement of real objects serving as money by fiat money, the requirement for cash reserves is probably more largely filled by capital-account transactions, with the monetary authorities undertaking open-market purchases of financial assets offered by those (whether intermediaries or not) in any region wishing to add to their monetary balances. But some part of regional cash requirements may also be met by the governmental centre (e.g. London, Washington, Canberra), with its attendant army of bureaucrats, running a continual current-account deficit with the rest of the country, financed in part by printing money, which the rest of the country is keen to absorb. In this sense the government centre (or centres) may be running, in its geographical dimension, a chronic deficit with other areas”²¹.

Una vez más se pone de manifiesto que es la existencia del dinero crédito va indisolublemente unida al vuelco en el sentido de causación del proceso ahorro-inversión. En ausencia del *dinero crédito* y en una economía cerrada - global - y sin actividad del

²¹ Goodhart, 1989, p.394.

sector público se busca la explicación en un mecanismo como el del dinero mercancía, que es el que justifica el flujo de capitales desde la periferia al centro y que hace que “todas las regiones puedan incurrir simultáneamente en un excedente por cuenta corriente”. Sin embargo, ese superávit conjunto no deja de ser una ficción basada en el supuesto de que para el país deficitario el dinero es una mercancía y para el superavitario es un activo financiero. En realidad el supuesto que se contempla es el de que el excedente exterior no ocasiona movimientos de signo contrario en la cuenta financiera - inversiones de capitales en el exterior, como suele ser normal – sino que se traduce en un aumento de las reservas de divisas y por lo tanto en una fuente de liquidez. Aunque esa liquidez no puede financiar un proceso de aumento de la producción que ha debido tener lugar de forma previa; porque los empresarios adoptan sus decisiones de inversión y producción y sólo después de los intercambios en el mercado se llegará al saldo excedentario que se materializará en reservas, es lo cierto que en un periodo posterior pueden permitir el aumento de la financiación y consiguientemente una mayor movilización de recursos.

Aquí se revelan una vez más las razones profundas del mercantilismo, redescubiertas por Keynes, que apuntan a un mismo tiempo a causas monetarias y reales: la *reliquia bárbara* que constituye cualquier patrón de moneda metálico limita el desenvolvimiento económico, que está constreñido además por los problemas de insuficiencia de demanda.²²

Pero es evidente que el mundo actual no es el del dinero mercancía y que la explicación de los procesos de crecimiento nada tiene que ver con tan anacrónico supuesto, sino con la simple expansión del crédito que es posible en una economía con sistema financiero desarrollado. En cualquier caso, la discusión anterior ha servido para mostrar que algunas teorías pueden explicarse por las diferentes características institucionales de las economías del pasado, y también que por mucha atención que prestemos a las teorías,

²² Esa segunda parte del razonamiento keynesiano es la más débil. Más allá de toda la confusa teoría del multiplicador, la razón de la conveniencia del excedente exterior (inyecciones exteriores, en general) reside en que en su ausencia no es posible que las rentas generadas en el proceso de producción (básicamente salarios, cuando se integran las actividades) puedan retirar la producción con beneficios. Véase Alberdi Larizgoitia, 1995a.

el análisis de la financiación y de los flujos descansa necesariamente sobre realidades estadísticas que se deben basar en esquemas contables. Por ello, antes de continuar con la perspectiva teórica y de pasar a la aplicada se propone a continuación una estructura contable sobre la que basar el análisis.

II.1 . - Una estructura contable para el análisis

La sencilla estructura contable que vamos a desarrollar se propone ligar los aspectos reales con el ajuste que tiene lugar a través de la cuenta financiera. A tal efecto vamos a comenzar partiendo de una ecuación que refleje la tradicional igualdad de la renta monetaria con sus componentes por el lado de la demanda de la manera siguiente:

$$Y = C + I + M + T + F \quad [1]$$

Es decir, a los componentes reales del consumo, C, la inversión, I, les añadimos las inyecciones exteriores de renta que suponen un excedente o déficit exterior, M, una transferencia pública neta, T, y un saldo por rentas de factores, F. Nuestro interés en reflejar ahora las inyecciones exteriores se debe al intento de relacionar todas esas partidas con la financiación regional, es decir, ligar los flujos de renta e inversión con la acumulación de activos financieros y capital.²³

Para ello, comencemos por definir la riqueza del sector privado, R, que comprenderá tanto activos reales, K, como financieros: dinero en forma de depósitos, D, saldos vivos de adquisiciones y emisiones de activos financieros, Sp y Ep y crédito concedido por el sistema bancario, Cr:

²³ La inclusión de T, supone en particular que se considera de forma separada la resultante del saldo ahorro público menos inversión pública regional, precisamente debido a su importante papel en el proceso de ajuste regional, tal y como se explicará con más detalle en los epígrafes siguientes.

$$R = D + Sp - Ep + K - Cr \quad [2]$$

Por otra parte, el balance de los intermediarios financieros puede aproximarse a través de la siguiente expresión:

$$Cr + Sb + H = D + Eb \quad [3]$$

En la que por el lado del activo tenemos el crédito concedido (se supone que íntegramente a los residentes de la región), C, el saldo vivo de las suscripciones de activos financieros, Sb y las reservas de caja; H. Por el lado del pasivo, tenemos la contrapartida del dinero del sector privado que se considera íntegramente regional, y los saldos vivos de emisiones de activos, Eb.

Tomando ahora incrementos en la ecuación que define la riqueza y reordenándola podemos escribir:

$$\Delta D = \Delta R - \Delta K + \Delta Ep - \Delta Sp + \Delta Cr \quad [4]$$

En el lado derecho de esta igualdad podemos distinguir tres componentes bien diferenciados, que representan una parte real - sus dos primeros términos - una parte de transacciones entre activos financieros no monetarios y finalmente el crédito. Es evidente que el incremento de riqueza es igual al ahorro o lo que es igual a la inversión más las inyecciones exteriores, de manera que si considerásemos una economía cerrada tendríamos que la ecuación se simplificaría enormemente; porque $\Delta R = \Delta K$, y porque considerando la consolidación de los activos financieros del sistema bancario y del sector privado se daría que $\Delta Ep + \Delta Eb = \Delta Sp + \Delta Sb$, con lo que el incremento de reservas sería igual a cero. Si

además se hubiese supuesto que los intermediarios bancarios sólo utilizan la figura del crédito y no la de la emisión de otros activos financieros, se hubiera obtenido inmediatamente que $\Delta D = \Delta C$, que es precisamente la condición que emerge de la teoría endógena del dinero, que se resume en la frase “el crédito hace los depósitos”.

El incremento del crédito responde al motivo financiación de Keynes y comprende en principio tanto los fondos necesarios para la circulación como para la acumulación real; es decir, que en la medida en que se va produciendo la rotación del capital se va destruyendo y volviendo a crear una parte de $\Delta D = \Delta C$, con un resultado global de aumento vegetativo y corriente debido al crecimiento económico.

Es importante hacer notar que esa igualdad entre depósitos y créditos del sector privado no debe hacernos perder de vista que el crecimiento de estos activos no es sino el reflejo del proceso de acumulación real; de manera que si descomponemos el sector privado en familias y empresas, es fácil de ver que las primeras resultan ser titulares de los activos reales a través de la intermediación bancaria o de la propiedad directa del capital.

Es bien claro que el caso que nos interesa está muy lejos de los supuestos que se acababan de comentar. Aún admitiendo la simplificación de que todo el crédito es concedido por el sistema bancario regional, es evidente que los depósitos se utilizan como medio de pago en las transacciones con el exterior, y que el conjunto de entradas y salidas de fondos tienen su reflejo en las variaciones de las reservas. Visto desde el lado real, lo que eso quiere decir es que, como demuestra la experiencia real, las rúbricas comprendidas en la parte de la igualdad [1] que hemos representado por $M + T + F$, suponen un elevado porcentaje de la renta total de la economía regional.

Si ahora tomamos también incrementos en la igualdad [3] y la reordenamos, podemos escribir:

$$\Delta H = \Delta D + \Delta Eb - \Delta Cr - \Delta Sb \quad [5]$$

Y sustituyendo en ella el resultado de la igualdad [4], llegamos a una primera expresión de la variación de reservas experimentada por los intermediarios financieros en una economía regional:

$$\Delta H = \Delta R - \Delta K + \Delta E_p - \Delta S_p + \Delta C_r + \Delta E_b - \Delta C_r - \Delta S_b$$

En economía abierta el ahorro que se suma a la riqueza existente ya no es igual a la inversión, sino a la inversión más las inyecciones exteriores, o lo que resulta igual, como quiera que $\Delta R - \Delta K = Y - C - I$; podemos resumir la anterior expresión de la manera siguiente:

$$\Delta H = M + T + F + \Delta E_p + \Delta E_b - \Delta S_p - \Delta S_b \quad [.6]$$

En ella podemos distinguir una vez más dos partes bien diferenciadas que se pueden identificar con el saldo por cuenta corriente y con el saldo de la cuenta de capital. El primero es la resultante de sumar el saldo exterior, el saldo por rentas de factores y las transferencias públicas; el segundo es simplemente igual a la diferencia entre el total de emisiones netas y el total de suscripciones, o lo que es igual el saldo de entradas y salidas de capitales de la región.²⁴

²⁴ A pesar de que las emisiones son suscritas en parte en la región y en parte fuera de ella y de que las suscripciones pueden también corresponder a valores regionales o a activos exteriores; se puede probar siguiendo a Castell y Sicart, 1980, p.53, que su saldo refleja precisamente el de las entradas y salidas de capitales. Supongamos para ello por razones de sencillez el caso de la emisión de un activo de renta fija por parte del sector privado (E) que es suscrito en parte por sectores residentes (E') y en parte por no residentes (E''); de forma que $E = E' + E''$. Supongamos, también sin pérdida de generalidad y por motivos de simplicidad, que entre esos suscriptores distinguimos únicamente al sistema bancario y al sector privado, de manera que el total de suscripciones de los bancos (S_b) se reparte también entre las emitidas por residentes (S_b') y no residentes (S_b'') y que igual ocurre con el sector privado (S_p), con lo que tenemos otras dos igualdades: $S_b = S_b' + S_b''$ y $S_p = S_p' + S_p''$.

El saldo financiero de este activo se define entonces como:

$$E - (S_b + S_p) = E' + E'' - (S_b' + S_b'' + S_p' + S_p'') = (E' - S_b' - S_p') + (E'' - S_b'' - S_p'')$$

Teniendo en cuenta que $(E' - S_b' - S_p') = 0$; obtenemos que la diferencia entre el total de emisiones y suscripciones es igual al saldo de las entradas (E'') y salidas de fondos (S_b'' + S_p'') debidas al activo que

II .2 . – Análisis del proceso de ajuste

Con la referencia de la estructura de análisis que acabamos de desarrollar podemos comenzar a abordar la financiación regional con el análisis de los flujos financieros interregionales. La cuestión ha sido ya planteada de la mano de la “teoría de la causación acumulativa” de Myrdal que postulaba un movimiento de capitales desde la periferia subdesarrollada al centro que goza de más elevados niveles de renta. Pero antes de entrar de lleno en los aspectos de financiación es conveniente referirse a la parte real del ajuste de la balanza de pagos en una economía abierta, porque frente a las discusiones del proceso ahorro-inversión propias de una economía cerrada con que iniciábamos este trabajo, el modelo de la economía capitalista o empresarial que tomamos como referencia se abre ahora plenamente a la consideración de una economía abierta, que es una característica esencial de una economía regional. Ello no quiere decir que la introducción de las relaciones exteriores altere el esquema de funcionamiento de la economía empresarial, que podríamos sintetizar, siguiendo a Keynes, diciendo que “si el espíritu de empresa está vivo la acumulación progresa pase lo que pase con el ahorro”. Es cierto que en una economía abierta que inicia una expansión de la inversión se puede provocar un desequilibrio exterior, pero en la medida en que el aumento del capital se basa en una expansión rentable de la producción se puede decir que se generarán ingresos para amortizar el endeudamiento actual.²⁵ Ese efecto del crecimiento económico - de la demanda interior en este caso - sobre el sector exterior es uno de los determinantes básicos del signo de éste último, siendo el otro el debido a la competitividad de la economía. Como es conocido, la posición exterior de una economía puede analizarse a través de dos *ratios* clave, que son: la necesidad de las importaciones, es decir, importaciones sobre demanda interior más consumos intermedios; y el esfuerzo exportador, esto es, las exportaciones sobre la producción total. En la medida

estamos considerando. Por lo demás es evidente que la notación utilizada en el texto para el conjunto de activos financieros no monetarios puede desagregarse hasta contemplar individualmente tantos instrumentos como se considere necesario.

²⁵ Goodhart, 1989, p.391.

en que la cobertura de las necesidades internas de una economía no es completa se precisa de una salida a los mercados exteriores que en un equilibrio a largo plazo se supone que será de igual magnitud. Estas dos *ratios* se ven sometidas a constantes presiones coyunturales debidas a los diferentes ritmos de crecimiento relativo de la economía regional y del exterior y también a las condiciones cambiantes de la competitividad de las industrias. Sin embargo, a diferencia de las áreas monetarias o de las economías grandes, en la pequeña región europea que tenemos en mente la mayor parte de los intercambios exteriores se realizan en un marco de estabilidad cambiaria – dentro de la misma área monetaria, por lo que las dos *ratios* que resumen la posición exterior tienen un fuerte carácter estructural.

Otra cosa muy diferente ocurre en las economías que cuentan con moneda propia, en las que las interacciones entre los flujos financieros y las variables reales son muy profundas debido a las alteraciones del tipo de cambio nominal. Por citar sólo un ejemplo de una crisis reciente, Tailandia pasó de un déficit corriente del 10% del PIB en 1996 a un superávit del 8% en 1998, como consecuencia de la recesión ocasionada por una brusca caída del tipo de cambio en un contexto de alto endeudamiento en moneda extranjera.²⁶

Frente a la situación de las economías con moneda propia, que pueden alterar significativamente su posición exterior a través de variaciones significativas del tipo de cambio nominal y del crecimiento de su demanda interna, las relaciones exteriores en el caso de las economías regionales tienen un elevado componente estructural. Así lo demuestra el hecho de que hay regiones crónicamente superavitarias y otras deficitarias. Cabría desde luego discutir en torno a qué plazo se considera suficientemente largo para no tomarlo como propio de ajustes temporales y también al papel que en el mismo ha jugado la movilidad de los factores. Las experiencias a este respecto son muy diversas, y aunque no cabe duda que en todo proceso de muy largo plazo ha habido un lugar para la movilidad

²⁶ Krugman, 1999.

interregional de factores, tampoco existen dudas respecto al hecho de que a pesar de ello muchas economías regionales han seguido siendo estructuralmente deficitarias o superavitarias. En tal sentido, hay que tener en cuenta que estos hechos no son incompatibles con las predicciones de convergencia del modelo neoclásico, porque éstas puede reflejar cambios en el liderazgo del desarrollo desde zonas de antigua industrialización hacia nuevas zonas dinámicas en las que tiene lugar un proceso de causación acumulativa, y que todo ello es compatible con el estancamiento relativo de buena parte de las regiones atrasadas.²⁷

Como veremos más adelante, la evidencia empírica confirma plenamente la persistencia en el tiempo de esas situaciones estructurales de saldos exteriores de distinto signo según regiones y también la existencia de transferencias de renta que los compensan. Pero adelantándonos a la misma, en base a la estructura de análisis contable propuesta ya podemos profundizar en la validez de las teorías sobre la dirección de los flujos de

²⁷ Esta conclusión es la que se desprende del análisis de la existencia de σ convergencia en la realidad española: “la distribución del PIB entre las distintas regiones españolas es progresivamente más homogénea, desempeñando en este proceso un importante papel el acercamiento de la renta media per cápita de las regiones de renta intermedia a las regiones de renta media per cápita más elevada. A partir de esa fecha, (1981) el proceso de convergencia “sigma” se interrumpe debido a la mayor pérdida de empleos per cápita de las regiones pobres.” (Raymond, 1994, p. 89). En un estudio más reciente (García Greciano y Raymond, 1999) se confirma esa interrupción del proceso de convergencia, que además se explica, por un lado, por una homogeneización de la estructura productiva y no por la igualación de las productividades sectoriales; y por otro, por los movimientos migratorios, hasta el punto de que en términos de PIB absoluto nunca se produjo convergencia. De igual manera, cabe citar los resultados de estudios diversos que apuntan en la dirección señalada en el texto. En particular podríamos reseñar algunos como los siguientes: a) la geografía de la inversión industrial parece seguir dos patrones distintos según se trate de inversiones de ampliación - zonas industrializadas - y de inversiones de nueva planta - zonas emergentes- (Giráldez, 1986), de modo que “la igualación afecta fundamentalmente al grupo segundo; se está consiguiendo una reducción de las diferencias internas de las comunidades situadas en este grupo y acercándolo más al primero, sin que parezca, por el contrario, mejorar la posición de las comunidades del tercer grupo con respecto al conjunto del Estado. En síntesis, podríamos decir, que hay una disminución de los desequilibrios respecto a las variables que hemos analizado, pero no es una disminución ricos-pobres, sino una mejora de la posición de las comunidades en posiciones intermedias” (Giráldez y Villegas, 1984, p.18); b) aunque el fuerte impacto de la balanza de servicios quita significación a la balanza comercial, no deja de ser significativo que alrededor de 1980 la inmensa mayor parte de las regiones registrasen importantes déficits comerciales en tanto que alguna como el País Vasco presentaba un importante superávit (Del Castillo y Martínez 1986), resultado que por otra parte está en la misma línea de anteriores estimaciones de la “Contabilidad Provincial de España 1973” (Alvarez Llano y Andreu, 1978, p. 161 y Caja Laboral Popular, 1978, p. 104); c) en fechas más próximas, 1989, un análisis de la única estadística de renta regional disponible ponía de manifiesto que el “flujo de solidaridad que existe a través de la imposición familiar directa y, sobre todo, de la Seguridad Social, que tiende a corregir sensiblemente las diferencias relativas de renta entre las regiones, derivada del distinto nivel de desarrollo alcanzado (Banco Bilbao Vizcaya, 1992, p. 75)

capitales. Una posición sostenida de salida de capitales (más suscripciones que emisiones en el modelo) sólo es posible si se genera un excedente en las cuentas reales. Por significativo que fuera H en un momento dado, lo cierto es que la persistencia de un flujo hacia el exterior lo agotaría y ya no sería posible la transferencia de nuevos capitales.

En otras palabras, las teorías que sostienen que existe un flujo de capitales en determinada dirección deben de justificarlo en términos de la igualdad [6] , es decir por la existencia de un saldo positivo de $S - I = M + T + F$. Y a la vista de ello cabe decir que lo cierto es que es poco probable que las regiones atrasadas sean exportadoras de capitales, pues como veremos que confirma la evidencia lo que cabe esperar es la existencia de una balanza de bienes y servicios superavitaria que seguramente coexiste con un saldo por rentas de los factores positivo, derivado de anteriores excedentes, y con una transferencia neta de recursos al exterior por parte del sector público. Es en ese contexto en el que se puede comprender el que , tal y como se apuntaba más arriba, frecuentemente los procesos de crecimiento se caracterizan por la coexistencia de acumulación, excedente exterior y entrada de capitales, de acuerdo con la hipótesis de la “causa común”, debido a una mayor rentabilidad asociada al propio proceso de crecimiento. La entrada de capitales en tales supuestos no procede de regiones atrasadas, sino del hecho de que las propias regiones prósperas son a su vez periféricas en un contexto más global.²⁸ Las regiones atrasadas que no experimenten procesos de crecimiento que eleven la rentabilidad no van a atraer flujos de capitales y o bien su bajo crecimiento no les ocasiona tensiones en el sector exterior o tendrán que depender necesariamente de las transferencias de rentas o de otro tipo de partidas de ajuste, como son las inversiones directas residenciales.

Es muy conocida la sentencia que dice que los problemas regionales son problemas de balanza de pagos, sin embargo, ello debe entenderse referido al saldo corriente como

²⁸ La experiencia española confirma plenamente este hecho con una concentración de los flujos internacionales de capitales en Madrid y Cataluña. Además, una experiencia como la del País Vasco prueba la mencionada hipótesis, demostrando que cuando se arrostra una crisis de crecimiento con reducción del excedente exterior, los flujos de capitales también se reducen, para volver a ser pujantes con la recuperación económica.

expresión de la potencialidad de crecimiento de una economía que es extremadamente abierta por definición. Por lo tanto, el proceso de ajuste regional es básicamente real, lo que no significa que los movimientos de capitales no tengan efectos, sino que los tienen a largo plazo mediante procesos sostenidos de falta de inversión neta. Es en este sentido en el que se podría afirmar que la cuenta de capital puede ser el origen de problemas económicos para una región, porque no es lógico que en ausencia de tipo de cambio específico y aún de mercados de capitales se produzcan crisis financieras del tipo de las que son características en las áreas monetarias. Puede ocurrir, eso sí, que como consecuencia de crisis reales sectoriales (el inmobiliario es un ejemplo típico, que cuenta con algún precedente en Estados Unidos) se den procesos graves de restricción del crédito, es decir los fenómenos de *credit crunch* y *capital crunch* que más adelante se comentarán, pero es obvio que se trata de un caso muy específico y de acusada dimensión local.

Lo insólito de las crisis financieras regionales no significa que eventualmente no se puedan producir movimientos de capitales y que ello pueda afectar a las condiciones crediticias de la región. Para examinar esa posibilidad, además del análisis que surge de la expresión [6], hay otro enfoque posible del problema del ajuste regional, que a través de la expresión [5] tiene como eje al sistema bancario.

Esa expresión nos sirve en primer lugar entender que una misma posición real puede ser compatible con diferentes estructuras financieras. La cuestión tiene interés, porque enseguida veremos en el examen empírico que muchas de las proposiciones en torno a los flujos financieros regionales se han realizado a partir de estadísticas parciales del sistema bancario, concretamente de créditos y depósitos. En el modelo sólo se distinguen dos instrumentos financieros en cada lado del balance del sistema bancario; pero ello es suficiente para mostrar que una región puede tener una alta preferencia por la liquidez y mantener depósitos en lugar de suscribir otros activos de renta fija o variable, dejando ese

papel al sistema bancario y manteniendo en consecuencia un mismo nivel de variación de las reservas.

También sirve para ilustrar el papel del sistema bancario en el proceso de ajuste. Si de acuerdo con la expresión [6], se produce por ejemplo un déficit comercial o una salida neta de capitales (aumentan más las suscripciones que las emisiones) se producirá una variación de las reservas, H , que será igual a la que tiene lugar dentro del sistema bancario, mediante una disminución de los depósitos manteniendo el crédito, o en otro caso aumentando relativamente el segundo en el caso de constancia de los primeros. Ese ajuste de las reservas no es observable como en las áreas monetarias sino que opera silenciosamente a través del sistema bancario, e incluso a menudo cuando se cuenta con una banca “a lo largo del país” opera desde el interior de la propia empresa bancaria.

Ahora bien, cuando en una misma área monetaria no se cuenta con una banca “a lo largo del país”, el ajuste ya no se basa en redistribuciones internas de liquidez, sino que precisa poner en juego un mayor volumen de activos, y como demuestra la experiencia de Estados Unidos, en ese proceso juegan un papel muy importante los activos de general aceptación.

Como corolario de cara al caso de la Unión Monetaria Europea que se encuentra en construcción, hay que decir que, por una parte se facilitan las operaciones anteriores: transacciones internacionales entre los diferentes países que antes funcionaban con los esquemas de pagos exteriores (cuentas nostro y vostro) ahora devienen regionales, y cuentan con la ayuda de un sistema de pagos en tiempo real común (TARGET). Pero por otra, hay que decir que los intercambios internacionales van a seguir creciendo y que el sistema bancario registra un gran fraccionamiento y una escasa internacionalización: existen 8249 entidades (abril de 1999) que cuentan con sólo el 10% de los activos fuera de sus países de origen.²⁹ Todo esto plantea el problema de la estructura bancaria óptima sobre

²⁹ European Central Bank, 1999.

el que volveremos más adelante, porque ahora como antesala del estudio de la evidencia empírica nos interesa resumir algunas conclusiones:

- La aproximación a través de la expresión [6] permite conjugar el enfoque real y el enfoque financiero. Son dos vías alternativas de llegar a conocer el ahorro financiero neto de la economía que es la única manera de contar con un diagnóstico sobre los flujos financieros.
- La aproximación a través del sistema bancario-expresión [5]- sólo vale si es completa, porque pueden darse distintas estructuras de la riqueza financiera.
- Los flujos de capitales hacia el exterior y la existencia de una banca “ a lo largo del país” pueden influir en las condiciones de financiación.

II .3 . – La evidencia empírica acerca de los flujos financieros

La fundamentación teórica del proceso ahorro-inversión resulta de vital importancia para entender los flujos financieros. Esa afirmación, que justificaba una introducción con la síntesis de la posición postkeynesiana al respecto, se va a hacer más evidente aún en el presente epígrafe que trata de pasar revista a la evidencia empírica. Sin ánimo de volver a fondo sobre el tema vale la pena recordar aquí algunas de las contrapuestas características del modelo keynesiano y neoclásico: en el primero, un ahorro determinado por la inversión, una oferta monetaria endógena y tipos exógenos y una tasa de beneficio dependiente del crecimiento; en el segundo, un ahorro previo que se invierte en función de un productividad marginal del capital que en equilibrio se iguala al tipo de interés.

Tras ese recordatorio, volvemos al tema de los flujos financieros y a la evidencia empírica en torno al mismo a partir de una típica explicación neoclásica, como es la del conocido artículo de Feldstein y Horioka, titulado “Ahorro interno y flujos internacionales de capital”. En dicho trabajo, tras comprobar que en la experiencia de los países de la OCDE se da una relación directa entre el ahorro interno y la inversión interna se concluye

que no existe una movilidad internacional de capitales y que el ahorro interior no sale al exterior en busca de una rentabilidad más elevada:

“ Estos resultados son absolutamente incompatibles con el supuesto de un arbitraje completo en el mercado mundial de capital perfecto. Los grandes flujos de capital líquido pueden lograr el arbitraje de los tipos de interés a corto plazo. E igualmente los flujos de inversión directa pueden sacar partido de lucrativas oportunidades de negocio, pero los incrementos en la oferta doméstica de capital no parece que salgan al exterior en busca del rendimiento máximo.”³⁰

El argumento de base es que si existiese movilidad perfecta, entonces existirían discrepancias grandes entre la inversión de un país y el ahorro generado en el mismo, luego, *sensu contrario*, como es el caso que hay una alta relación entre ambos ello significa que la inversión extranjera neta es pequeña y que no existe movilidad de capitales. A menos claro está, como los propios autores conceden, que existan otras causas comunes que tiendan a igualar el ahorro y la inversión, o que el verdadero sentido de causalidad existente entre ambas variables siga el camino opuesto, tal y como postula la teoría keynesiana. Los autores rechazan de forma precipitada este último supuesto como no significativo en una economía abierta, porque en ella el propio ahorro interior se sumaría a la oferta mundial de capital. Ahora bien, ese argumento no se sostiene, porque en realidad significa que el ahorro es independiente del volumen de inversión del país, es decir, significa volver una vez más a la doctrina del ahorro previo.

Y es que además de una concepción errónea del proceso ahorro-inversión, en todo este debate parece que reina una confusión absoluta entre los conceptos de stock y de flujo. Cuando se habla de que el ahorro interior está disponible para integrar la oferta mundial de capital, lo que en realidad se quiere decir es que hay activos financieros o dinero susceptibles de ser invertidos en el exterior; pero es obvio que eso no tiene nada que ver con el ahorro. En teoría, todo el capital financiero puede ser movilizado hacia el exterior, pero en la práctica ello es imposible porque ese capital es representativo del capital real de

³⁰ Feldstein and Horioka, 1980.

una economía. Se trata de la famosa cuestión, tan reiterada por Keynes, del fetiche de la liquidez: los activos financieros no pueden transformarse globalmente en dinero, por la misma razón que las fábricas no se pueden dismantelar y trasladar a otro país. Los flujos internacionales de capitales representan eso: capitales, pero no ahorro, y pueden simplemente destinarse a alimentar movimientos de precios en los mercados de destino o transformarse en inversiones reales. Cuando un fondo de pensiones coloca parte de sus activos en el exterior y hace subir la bolsa no está aplicando mi ahorro de este ejercicio, sino unos capitales acumulados a lo largo de muchos años, que pueden tener o no efectos en los procesos de inversión dependiendo de otro tipo de decisiones empresariales. Cuando una compañía decide una inversión de nueva planta en el exterior no hay ninguna duda de que además de una inyección financiera se trata de una aportación a la formación de capital que contribuirá a generar nuevo ahorro en el país de destino. En otras palabras: una cosa son los flujos reales y otra los financieros, por más que éstos últimos puedan también tener efectos reales a partir de su impacto en el reajuste de las carteras de activos y en sus precios, el del dinero o el del tipo de cambio.

Volviendo ahora al hilo argumental de Feldstein y Horioka, vemos que carece por completo de una idea de lo que puede significar un volumen de flujos suficiente para confirmar que hay movilidad; simplemente, si el ahorro interior está ligado a la inversión interior ello significa que tales flujos no son relevantes. Sin embargo, si la inversión determina el ahorro, por más elevados que fuesen los flujos internacionales de capitales, los volúmenes de inversión acabarían generando un ahorro proporcional allí donde los mismos se materializasen definitivamente. De hecho, es imposible distinguir los efectos de una inversión de nueva planta en función de su origen, porque sea el que sea dará lugar al mismo proceso de generación de rentas y formación de ahorro. En otras palabras, puede muy bien ocurrir que no existan obstáculos a la movilidad del capital y que se siga observando una estrecha relación entre ahorro interior e inversión interior.

De acuerdo con lo anterior, vemos la diferente naturaleza de los movimientos de capital. Lo que significa genuinamente inversión productiva, que aún siendo muy importante queda empequeñecida por los movimientos de capital que buscan rápidas ganancias basadas en variaciones del tipo de cambio, de los tipos de interés o de los precios de los activos. Las inversiones reales se basan en las expectativas de rentabilidad ligadas al crecimiento de los mercados (crecimiento económico), las especulativas guardan una relación con la misma en la medida en que los activos de renta variable responden también a esas expectativas de rentabilidad; pero su funcionamiento a muy corto plazo, en base a oleadas que buscan su autoconfirmación³¹, y la interferencia del tipo de cambio les apartan completamente de una verdadera relación con la tasa de beneficio.

El caso de la Unión Europea proporciona una referencia interesante a este respecto, porque con la consolidación de la unión monetaria asistimos a un proceso de regionalización en el que de forma progresiva dejan de tener sentido los componentes especulativos para destacar los reales. Con unas paridades fijas, una sólo política monetaria, una creciente armonización fiscal e institucional, los movimientos de capital se deberán acabar basando en distintos ritmos de crecimiento de los mercados que son los que provocan distintas tasas de beneficio. El proceso de regionalización de la Unión Europea conducente a una realidad intermedia entre los estados y las regiones nos proporciona así un banco de pruebas sobre el que discutir los diferentes mecanismos de ajuste de las economías regionales. La hipótesis que cabe avanzar, de acuerdo con todo lo anterior, es que aunque aumenten los flujos de capitales y estos cambien su naturaleza, una mayor inversión extranjera neta no va a alterar de por sí la relación entre el ahorro interior y la inversión, que se va a seguir manteniendo.

Parece, por lo tanto, que debe existir algún otro factor diferenciador en las regiones que hace posible la existencia de importantes y persistentes discrepancias entre los niveles de inversión y de ahorro. Porque, efectivamente, a diferencia de lo que ocurre en los

³¹ Soros, 199

estados, los niveles de ahorro e inversión de las regiones son muy variables: cuando se muestran en los dos ejes de un gráfico las cuotas de ahorro y de inversión sobre el PIB se observa que los puntos no se posicionan a lo largo de una recta, como ocurre con los estados, sino que se dispersan considerablemente. Así se muestra, por ejemplo, en un reciente trabajo³² que repasa la evidencia internacional con datos de Canadá, Alemania y Reino Unido, y que concluye que hay una relación negativa entre el ahorro total y la inversión total por el efecto de las variables públicas que en lugar de estabilizar la relación global ejercen el efecto contrario. Esta misma conclusión será una constante de otras referencias que veremos más adelante y también de forma especial la de las regiones españolas. Pero antes de pasar directamente a ella, merece la pena explicar cómo es posible la existencia de esa discrepancia en las regiones y no en los estados, ni siquiera necesariamente en aquellos que como los de la Unión Europea conforman una sólo área monetaria. Es decir: se trata de responder a la pregunta: ¿qué tienen de especial las regiones para escapar a esa regla que relaciona el ahorro con la inversión?

La respuesta ya se ha avanzado con la propia constatación de los datos: el factor diferencial reside en la influencia del sector público que tiene unas características de comportamiento que nada tienen que ver con las del privado. El aspecto fundamental del impacto regional de la actividad pública no reside en su actividad inversora, que no se materializa en bienes de producción y que es pequeña en relación a su actividad total, sino en las amplias discrepancias espaciales entre la obtención y la aplicación de rentas que resultan cuando se descomponen regionalmente sus cuentas. Mientras la actividad inversora pública puede representar entre un 3% y un 5% del PIB, el conjunto de la actividad del sector se mueve entre un 30% y un 60% (la media europea está en torno al 50%) lo que significa que se abre el campo para una profunda influencia pública en la formación de rentas regionales. Esa influencia no se debe, fundamentalmente, a que existan diferencias en el consumo público o en la inversión, que conjuntamente no superan

³² Thomas, 1993

el 15% del PIB, sino al impacto de las operaciones de redistribución de rentas (impuestos, cotizaciones, transferencias y prestaciones) en la determinación de la renta bruta disponible del sector.³³ De ahí resulta que el ahorro público regional no tiene ninguna relación con la inversión, porque no responde a la actividad productiva normal de mercado sino a las decisiones coercitivas del sector público. Debido a ello, con objeto de poner énfasis en el carácter singular de la parte de no mercado del proceso de formación de rentas, y también debido a que muchas estadísticas sólo alcanzan a regionalizar de forma completa el valor añadido bruto, el consumo y la inversión y no la renta bruta disponible, en el modelo del epígrafe II.1 optamos por representar el efecto neto del sector público, esto es, la diferencia entre su ahorro y su inversión, por un componente separado que llamamos T.

La historia de esa T ha sido efectivamente objeto de detenido análisis, especialmente en los países de estructura federal, donde el interés se ha visto reforzado más a menudo por la disponibilidad de datos. En Estados Unidos en particular, la abundante información generada por los distritos de la Reserva Federal, que como es sabido no coinciden con la estructura política estatal, ha servido de base ya desde antiguo para numerosos análisis de los flujos financieros interregionales. Así, la posible distinción entre los asientos de las operaciones de carácter público y las de carácter privado puso de manifiesto el signo opuesto de las transferencias correspondientes a ambas rúbricas: las de signo positivo venían a coincidir con las zonas rurales y las de saldo negativo con las industriales; y también que si bien la emigración jugó un papel relevante en los períodos más duros de ajuste, las transferencias de rentas impidieron que la pérdida de población, renta y consumo hubiera sido superior en las zonas rurales.³⁴

La experiencia de otro país de honda tradición federal como es Canadá es más elocuente si cabe en la confirmación de las transferencias públicas de renta como partida

³³ Debido a una convención contable, el Valor Añadido Bruto del sector público es igual a las retribuciones de sus trabajadores y el excedente de explotación es cero; lo que implica que su renta bruta disponible para el consumo y el ahorro depende totalmente de los impuestos, cotizaciones, intereses, transferencias y prestaciones, sin que tenga nada que ver con su actividad productiva.

³⁴ Hartland, 1949 y Bowsher, Dewey Daane and Einzig, 1958.

compensadora de los déficits reales. En este caso, los saldos de las transferencias no sólo alcanzan elevados porcentajes del PIB de algunas regiones, sino que los mismos han acabado configurando lo que se conoce como “la dependencia de la transferencia”.³⁵ El origen de esta situación está en la existencia de un elevado déficit comercial que no puede ser compensado por ajustes en la cuenta de capital:

“The question at issue here is what mechanism at work to allow the Atlantic provinces to run these substantial balance-of-payments deficits year and year out. To a degree, the current account deficit could be financed by rest-of-Canada purchases of Atlantic assets, by a drawing down of savings of Atlantic residents or by borrowing on the part of Atlantic governments and citizens. No doubt all of these come into play from time to time. But they cannot come anywhere near to accounting for the magnitude of these annual current account deficits. Hence, one cannot escape the conclusion that the (dis)-equilibrating mechanism at work here is the federal tax, expenditure and transfer system. Ottawa effectively rechannels these funds back into the Atlantic region via the comprehensive interregional and intergovernmental transfer system (equalization, unemployment insurance, the operations of the personal income tax system , etc.)”³⁶

La experiencia del federalismo canadiense no sólo le sugiere a Courchene el carácter estructural de los déficits exterior y público, es decir, que se trata de un equilibrio regional o incluso de algo más que esto: de un equilibrio inducido por la política económica del sector público central³⁷. En otras palabras, lo que se postula es que el sistema de transferencias impide que el proceso de ajuste regional tenga lugar, como lo muestra el hecho de que los salarios y precios de tales regiones estén convergiendo hacia la media nacional³⁸. Aunque este enfoque de raíz neoclásica parece haber sido ampliamente compartido llegándose al reconocimiento de la existencia de un compromiso entre equidad y eficiencia,³⁹ también es cierto que ha sido objeto de críticas dentro del propio país desde

³⁵ Courchene, 1981, p. 509. En esa misma referencia se señalan porcentajes de entre el 23 y el 48 por ciento del PIB para las regiones Atlánticas en 1973, y en una posterior (Courchene, 1993) se da cuenta del incremento de la transferencia neta entre 1974 y 1988, que en términos per capita arroja las cifras siguientes: Newfoundland, del 12,6% al 27,2 por ciento del PIB; Prince Edward Island, del 22,1 al 36,7; Nova Scotia, del 13 al 27,5 y New Brunswick del 9,6% al 20,1.

³⁶ Courchene, 1993, p.134.

³⁷ Courchene, 1981,p. 509.

³⁸ Courchene, 1993, p.131.

³⁹ Así ocurrió en el informe de la Macdonald Commission, según se recoge en Dow, 1990, p. 123.

posiciones próximas a un análisis de tipo más estructural, que trasciende en parte a la pura economía para convertirse en socio-economía. Así, por un lado, se ha argumentado que frente al enunciado del postulado de “la dependencia de la transferencia” de Courchene, de lo que verdaderamente cabría hablar siguiendo la tradición de los economistas latinoamericanos y la literatura sobre el imperialismo es de “la teoría de la dependencia”, esto es, de factores socioestructurales externos que sostienen y crean la dependencia regional respecto a un centro económico.⁴⁰

Desde otras latitudes, y con una inspiración analítica más próxima a la teoría de la causación acumulativa en la versión de Myrdal, también se ha insistido recientemente en la inconveniencia de limitar el problema económico a los ajustes de mercado y en la consiguiente necesidad de potenciar los mecanismos de redistribución y estabilización⁴¹. Es evidente que una discusión en profundidad de esta cuestión nos apartaría de nuestro objetivo que está más ligado al ajuste regional que a los problemas estructurales. Por ello únicamente señalaremos que aunque estamos ante dos explicaciones teóricas que parten de puntos opuestos, la razonabilidad de las mismas es en buena medida una cuestión de grado: ni Courchene defiende el desmantelamiento del sistema de redistribución ni este puede desconocer que la solidaridad es un concepto que en una gran medida tiene un carácter interpersonal, por más que el mismo no esté desprovisto de consecuencias territoriales⁴².

Así pues, siguiendo con el punto de mira puesto en el ajuste regional debemos decir que aun en el supuesto más extremo de defensa de los estrictos mecanismos de mercado, bastaría con reconocer que los shocks a los que se pueden enfrentar las economías regionales son temporales y no permanentes para concluir la conveniencia de una política

⁴⁰ Matthews, 1981, defiende este enfoque estructural y realiza una crítica de los factores que según Courchene deben desempeñar una papel clave en el ajuste regional. Sin embargo hay que resaltar que la crítica se centra en la emigración y las normas sobre salario mínimo y apenas se ocupa del ajuste salarial en general.

⁴¹ Ross MacKay, 1994, defiende este planteamiento en una reflexión muy pegada a la realidad de la Unión Europea y a los análisis realizados en el seno de la misma como el de la Comisión MacDougall.

⁴² La existencia de un compromiso entre “people prosperity versus “place prosperity” en el que tanto insiste Courchene, debe ser tenida en cuenta.

de estabilización que procurará unos niveles globales de renta y empleo más altos de los que se conseguirían en su ausencia⁴³. Sin embargo, frente a la contundencia de algunos datos de transferencias regionales de rentas, como los citados anteriormente respecto a Canadá, la evidencia respecto al funcionamiento regional de los estabilizadores automáticos, además de también bastante controvertida, parece sensiblemente más modesta, sugiriendo efectivamente que la realidad redistributiva ligada a rasgos más estructurales es un fenómeno que tiene una dimensión diferente a la de la estabilización. Un estudio ampliamente debatido sobre la realidad de los Estados Unidos, que ha estimado la relación existente entre las variaciones de la renta disponible respecto al producto bruto y las elasticidades respecto al mismo de los impuestos y las transferencias, concluye que el sistema fiscal absorbe un 40% del impacto de un descenso de renta.⁴⁴ La considerable magnitud de ese efecto estabilizador ha desencadenado toda una serie de estimaciones posteriores que parecen situar esos efectos en unos niveles más modestos. Así en la reciente revisión de esta cuestión en el marco de una reflexión propiciada por la Unión Europea, Goodhart y Smith encuentran que a través del análisis de la experiencia de tres países como son Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, los efectos estabilizadores se cifran en niveles que no llegan por término medio ni a la mitad de los antes citados, pero que coinciden en apuntar que el efecto estabilizador opera a través de los impuestos siendo casi despreciable el impacto del gasto.⁴⁵

Aunque la evidencia sobre la importancia del automatismo de las transferencias no parezca tan clara, de lo que no cabe duda es de que ello no supone la negación del importante papel que desempeñan las transferencias públicas en la cobertura de los desequilibrios de las balanzas de bienes y servicios regionales. Esclarecido mínimamente este punto es el momento de adentrarnos en la cuenta financiera y por lo tanto en lo que denominaremos flujos financieros interregionales.

⁴³ Goodhart and Smith, 1993, p.422.

⁴⁴ Sala i Martin and Sachs, 1992.

⁴⁵ Goodhart and Smith, 1993.

A pesar de que la justificación teórica de la crítica sea sólida, lo cierto es que si el punto de vista de Myrdal todavía goza de reconocimiento, ello se debe a la dificultad de la contrastación empírica que propicia en algunos casos la existencia de datos diferentes y a menudo contradictorios. Del debate canadiense al que hemos hecho referencia entresacamos una cita que puede resultar escalrecedora en el planteamiento de la cuestión en más de un sentido:

“...dependency is caused by the systematic draining of capital and resources out of a region by other regions. In the case of Canada, there are data which can be used to support both positions. Dependency theorists rely heavily on the historical data documenting the movement of wealth from Canada eastern provinces in the period from 1890 to 1920. In contrast the exponents of the transfers dependency approach point to the substantial inflow of money into the same region in recent years in the form of transfer payments.”⁴⁶

A pesar del carácter literario y ajeno a la modelización con que suelen presentarse estas teorías, tiene efectivamente la virtud de remitirse a una contrastación empírica, y además de señalar que el resultado de la misma puede depender del momento histórico. El autor no alberga dudas de que el signo de los flujos actual es contrario al postulado por la teoría de Myrdal, pero que si se remontase al periodo de cambio de siglo la situación sería justamente la contraria. Aún sin tener un conocimiento suficiente de la realidad que se describe, lo cierto es que la apreciación histórica puede encontrar algún respaldo en el contexto analítico que hemos desarrollado más arriba. Es decir, previamente a la existencia de un sistema bancario moderno, las economías regionales más dinámicas pudieron enfrentarse a las restricciones de liquidez propias de un sistema de dinero mercancía, que sería exportado a las mismas por las regiones atrasadas como contrapartida niveladora de sus exportaciones.⁴⁷

⁴⁶ Matthews, 1981

⁴⁷ Se trata del supuesto comentado por Goodhart. Debe repararse, por lo demás que aún cuando tal supuesto fuera históricamente cierto, el mismo estaría desprovisto de cualquier connotación de valoración ética, por tratarse simplemente de un intercambio comercial.

Pero más allá de conjeturas históricas, a lo que debemos responder es finalmente si en términos de la ecuación [6], ¿existe una entrada o una salida de capitales? O si se prefiere, siguiendo la expresión [5]: ¿cuál es la posición y variaciones de las reservas del sistema bancario? Siguiendo esta segunda línea, en la experiencia internacional se citan diversas referencias de países que inician normalmente en el mismo punto de partida que entronca con la teoría de Myrdal, según el cual los sistemas bancarios discriminan a determinadas regiones menos desarrolladas. Así en el caso de Chile, por ejemplo, se dice que una de las razones de la nacionalización de 1971 fue que el 80% del crédito bancario se concentraba en las regiones de Santiago y Valparaíso; y en fechas muy cercanas, en una conferencia celebrada en 1973, las regiones del oeste de Canadá se lamentaron de discriminación por parte de los bancos con base en Quebec y Ontario.⁴⁸ Es sabido que en el caso de Canadá, todo ello ocasionó un largo debate, del que ya se ha dado alguna noticia más arriba, y que finalmente se procedió a la publicación de datos bancarios regionalizados que confirmaron que en el oeste, es decir, en las provincias atrasadas, el total de activos excedía al de pasivos, poniendo de manifiesto la existencia de una redistribución de fondos desde el interior de la propia banca de sentido contrario al sugerido por la teoría de la dependencia y de la causación acumulativa.⁴⁹ Ante esa evidencia empírica, Sheila Dow, sugirió que estos datos no deben de interpretarse sin más como manifestación de la existencia de mayores facilidades crediticias en las regiones atrasadas; lo que siendo cierto no invalida las indicaciones claras que transmitían acerca del signo de la cuenta de capital, contrario a la hipótesis de Myrdal. Ante tal hecho, apunta incluso una interpretación que mantendría la teoría, a saber: que el atraso y la dependencia

⁴⁸ Porteous, 1995, p. 141.

⁴⁹ Dow, 1987, p. 155, y 1990, pp. 90-91. Esta autora sugiere que estos datos no deben de interpretarse sin más como manifestación de la existencia de mayores facilidades crediticias en las regiones atrasadas, lo que siendo cierto no invalida las indicaciones que transmite acerca del signo de la cuenta de capital, contrario a la hipótesis de Myrdal. Ante tal hecho, sugiere sin embargo una interpretación que mantendría la teoría, a saber: que el atraso y la dependencia del capital exterior puede deberse a que la existencia de un flujo de salida de activos redujo la renta y que al influir en los depósitos y otros pasivos del sistema bancario ocasionó el desequilibrio. Se trata de una defensa algo extrema ante una evidencia concluyente; cuyo análisis más detallado se deja para más adelante, cuando estudiemos la repercusión de las condiciones de financiación en el desarrollo regional.

del capital exterior puede deberse a que la existencia de un flujo de salida de activos que redujo la renta y que al influir en los depósitos y otros pasivos del sistema bancario ocasionó el desequilibrio. Se trata de una defensa algo extrema ante una evidencia concluyente; cuyo análisis más detallado se deja para más adelante, cuando estudiemos la repercusión de las condiciones de financiación en el desarrollo regional.

Podemos trazar un panorama más reciente de la cuestión en base a datos de Italia en la década de los noventa,⁵⁰ y de Canadá y Australia, relativos respectivamente a los años 1990 y 1988 y a los períodos 1975-1990 y 1950-1984, facilitados por Porteous.⁵¹

De acuerdo con los datos italianos, referentes a tres grandes zonas del país (Norte Este, Norte Este Centro y Sur) podemos decir que se confirma la visión tradicional conforme a la cual en las regiones atrasadas – Messogiorno- los depósitos y, sobre todo, los créditos, son más reducidos en términos de PIB, además de contar también con un cuadro de indicadores bancarios más desfavorable (tipos de interés, fallidos...). Pero se confirma también que esa situación difícilmente puede interpretarse como representativa de flujos de capitales hacia las regiones más prósperas, porque las regiones atrasadas del sur presentan una posición altamente deficitaria de su sector exterior, con porcentajes negativos de entre un 10% y un 40% del PIB para las exportaciones netas. Todo apunta una vez más al papel de las transferencias del sector público en la cobertura del déficit comercial, y también a una diferente estructura regional de los activos y pasivos financieros.

Frente al caso italiano que concentra los datos financieros en sólo tres grandes zonas, el panorama de los estados compuestos como Canadá y Australia, e incluso la experiencia española que veremos enseguida, sugieren una realidad mucho más compleja de interpretar desde el propio punto de vista de los datos bancarios.

⁵⁰ Alessandrini and Zazzaro, 1999.

⁵¹ Porteous, 1995, capítulo 6.

En Canada las diferencias positivas del crédito sobre los depósitos son claras en Ontario y Quebec, pero esta última provincia tiene una renta por habitante inferior a la media, y por otra parte, entre las demás provincias es difícil establecer una relación entre desarrollo y saldo positivo del crédito, porque hay alguna otra provincia con renta relativamente baja y cuota de crédito sobre depósitos elevada y, contrariamente, provincias como Alberta, y en menor medida British Columbia, con renta alta y predominio de la cuota de depósitos. Cuando se considera el comportamiento a lo largo del periodo, se observa que no hay una tendencia a estabilizarse de las cuotas de crédito de lo que pueden denominarse provincias periféricas (las demás, aparte de las cuatro mencionadas), y que incluso frente a la vieja idea de “centro” formado sólo por Ontario y Quebec, la tendencia en las otras dos provincias de mayor peso relativo, que son British Columbia y Alberta, experimentaron un significativo aumento del crédito.

En el caso de Australia apunta en la misma dirección, porque aunque nuevamente nos encontramos con que dos estados importantes y de renta alta – Victoria y New South Wales tienen mayores porcentajes de crédito que de depósitos, en los cuatro restantes se dan comportamientos diversos. Además tampoco se observa una tendencia a declinar del crédito en lo que podría entenderse por periferia.

Si del ámbito internacional pasamos a considerar los datos de España, nos encontramos también con una experiencia muy ilustrativa de lo aventuradas que han sido las conjeturas acerca de los flujos basadas en el funcionamiento del sistema bancario. En efecto, para empezar ocurrió que las primeras aproximaciones a la estimación de los flujos sobre la base de datos bancarios de crédito y depósitos del año 1971 parecían abiertamente contradictorios con lo que cabía derivar de las estimaciones de otra pionera estimación de las balanzas corrientes de 1973:

“ Es curioso observar que, si agrupamos regionalmente los saldos, positivos y negativos , que se derivan de las entradas y salidas de ahorro en cada provincia, según el citado trabajo, los signos de las corrientes son contrarios a los que se deducen de

nuestro trabajo. Así, mientras el estudio de la Organización Sindical da saldos positivos (entrada de ahorro) para Andalucía, Aragón, Baleares, Canarias, las dos Castillas (sin Madrid) y León, Murcia, Extremadura y Valencia, en nuestro trabajo la cobertura crediticia de todas esas regiones es inferior a la media estatal. Por el contrario, en los casos de Cataluña, Madrid y el País Vasco el trabajo indicado señala saldos negativos; mientras que en nuestro estudio tienen mayor cobertura que la media. De hecho, únicamente para Asturias y Galicia coincidiría una salida de ahorro según la contabilidad provincial, con una menor cobertura créditos depósitos.”⁵²

Posteriormente, al integrar ese mismo tipo de estimaciones en el contexto más completo de las balanzas de pagos regionales,⁵³ se puso de manifiesto que, aun con algunas irregularidades, la idea básica derivada de las cuentas reales era la correcta, pero que lo que ocurría era que, dentro del lado real, las transferencias públicas jugaban un papel equilibrador de extraordinaria magnitud, y dentro de los movimientos de capitales otras partidas compensaban a veces crecidamente el signo de los flujos debidos estrictamente al crédito y a los depósitos. En esta misma línea, en una serie de estudios posteriores sobre la distribución provincial del crédito y los depósitos,⁵⁴ especialmente significativos por su cobertura temporal e institucional, se llegaba a la conclusión de que la mayor parte de las regiones, y entre ellas desde luego las atrasadas, correspondían a una conceptualización que se dio en calificar con el sugerente nombre de “dependencia controlada”; y que suponía un vuelco considerable en la percepción existente del problema según las teorías de Myrdal:

“El cálculo de las correspondientes tasas de cobertura regionales nos permitió, como antes señalábamos, analizar los flujos financieros regionales, y nuestros resultados chocaban claramente con la teoría generalmente mantenida y con la opinión pública generalizada, no sólo en ámbitos científicos e incluso profesionales, en el sentido de que nuestras instituciones bancarias, en el sentido amplio, habían acentuado el sentido desequilibrador del desarrollo regional en los últimos años. Antes al contrario, destacaba el análisis que a niveles globales se producía un proceso de convergencia, según el cual tanto las regiones deficitarias de recursos financieros para la inversión

⁵² Alvarez Llano y Andreu, 1978, p. 161

⁵³ Alvarez Llano, 1980 y 1981.

⁵⁴ Rodríguez Saiz et al. , 1981, Martín Pliego y Parejo Gámir, 1983, Rodríguez Saiz et al. , 1986.

como las excedentarias tienden a mayor o menor plazo a situarse en la posición de equilibrio financiero⁵⁵.

Cuadro nº 2.1 AHORRO E INVERSION DE LAS CCAA EN 1993			
En % del PIB			
	Ahorro	Inversión	Saldo
Andalucía	7%	20%	-14%
Aragón	16%	21%	-5%
Asturias	5%	23%	-18%
Baleares	32%	16%	16%
Canarias	25%	18%	7%
Cantabria	12%	19%	-7%
Castilla-Mancha	14%	26%	-12%
Castilla-León	7%	23%	-16%
Cataluña	27%	18%	9%
C.Valenciana	22%	18%	4%
Extremadura	5%	30%	-25%
Galicia	11%	22%	-11%
Madrid	23%	17%	7%
Murcia	20%	22%	-2%
Navarra	21%	24%	-2%
País Vasco	25%	17%	8%
Rioja	30%	17%	13%
Ceuta y Melilla	31%	12%	43%

Fuente: BBV

Sin embargo, ésta no podía ser tampoco la última palabra, porque hasta ese momento los estudios se basaban en procedimientos indirectos de imputación territorial del crédito, y ocurrió que finalmente el Banco de España se decidió a publicar las cifras reales de distribución territorial del crédito, lo que sin negar las conclusiones anteriores volvía a introducir algún margen para la polémica.

⁵⁵ Rodríguez Saiz et al. , 1986, p.298.

Cuadro nº 2.2 SALDOS CON EL EXTERIOR DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS EN 1993 En % del PiB				
	Comercio	Rentas factores	Fiscal directo	Total
Andalucía	-14%	-1%	0%	-15%
Aragón	-5%	1%	-7%	-11%
Asturias	-18%	-1%	0%	-19%
Baleares	16%	-10%	-6%	0%
Canarias	7%	-9%	-8%	-9%
Cantabria	-7%	10%	-3%	0%
Castilla La Mancha	-12%	-2%	-3%	-16%
Castilla-León	-16%	-2%	-3%	-20%
Cataluña	9%	-1%	-8%	0%
C.Valenciana	4%	-3%	-5%	-4%
Extremadura	-25%	-3%	1%	-27%
Galicia	-11%	0%	-1%	-12%
Madrid	7%	7%	-16%	-2%
Murcia	-2%	-4%	-3%	-10%
Navarra	-2%	0%	-7%	-9%
País Vasco	8%	4%	-6%	7%
Rioja	13%	-4%	-6%	3%

Fuente: BBV

Pero antes de ver los datos financieros merece la pena pasar revista a lo que dicen los datos actuales acerca de los saldos exteriores reales de las Comunidades Autónomas. Al igual que ocurre con la experiencia internacional, el cuadro nº 2.1 confirma que en España existen también grandes contrastes en los saldos del comercio de bienes y servicios frente al exterior de las economías regionales. Si volvemos a la primera de las igualdades de nuestro análisis: $Y - C = \text{ahorro} = I + M + T + F$; el cuadro se limita a mostrar ahora los valores reales interiores, es decir, sin considerar el componente fiscal, T, y el de rentas, F, sino sólo el ahorro, la inversión y el saldo comercial. Pues bien, de acuerdo con esa aproximación nos encontramos con que Baleares, Canarias, Cataluña, Valencia, Madrid, País Vasco y La Rioja, presentaban superávit; Murcia y Navarra estaban cerca del equilibrio y el resto presentaban substanciales déficits. Se trata de un año muy especial, de grave recesión; pero de unos datos que a fin de cuentas resultan confirmados por los de las Cuentas Económicas que elaboran los institutos de estadística de diversas comunidades.

Se aprecia que algunas de las economías relativamente menos desarrolladas presentan déficits muy altos, para lo que suele ser la experiencia internacional, pero es evidente que la estabilidad que los mismos presentan apunta a la existencia de mecanismos de compensación que hacen innecesario un ajuste a través de los precios relativos o las rentas de la región. Es preciso, pues, aproximarse siquiera de una forma limitada a esos otros dos componentes de rentas y fiscal del modelo de análisis.

Y lo cierto es que cuando avanzamos en la medida en que las contabilidades lo permiten, las dificultades tampoco desaparecen, ya que nos encontramos con un cuadro que describe el panorama siguiente:

- El saldo debido a las rentas de los factores, es decir trabajo y capitales, contribuye a neutralizar algunos saldos, como ocurre en los casos de Baleares, Canarias, y , en sentido contrario, Cantabria. Pero, en general, no constituye una partida importante de cara a la cobertura de los distintos desequilibrios de las economías regionales.
- Junto a ello, tenemos el saldo fiscal directo⁵⁶ que presenta valores próximos a cero para las economías regionales con mayores déficits y valores medios o altos para las más excedentarias.

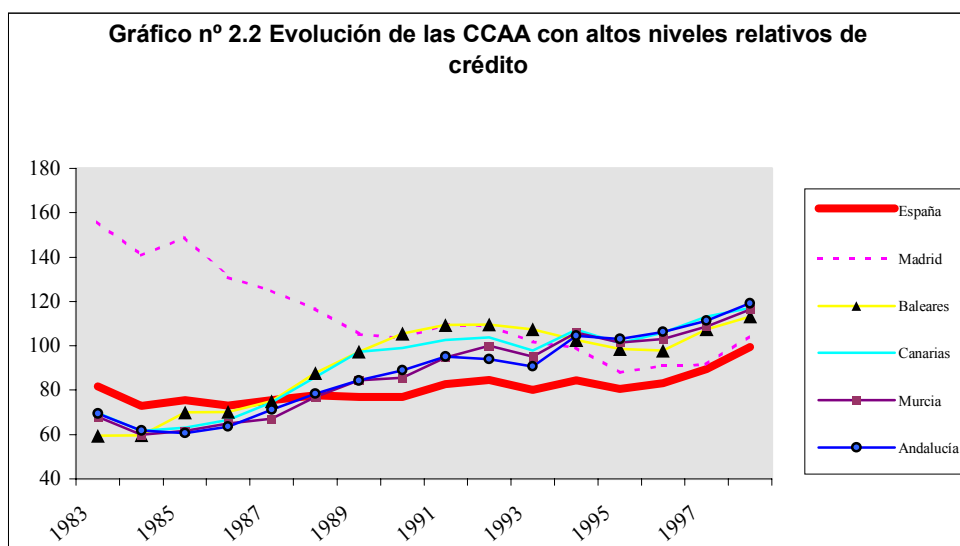
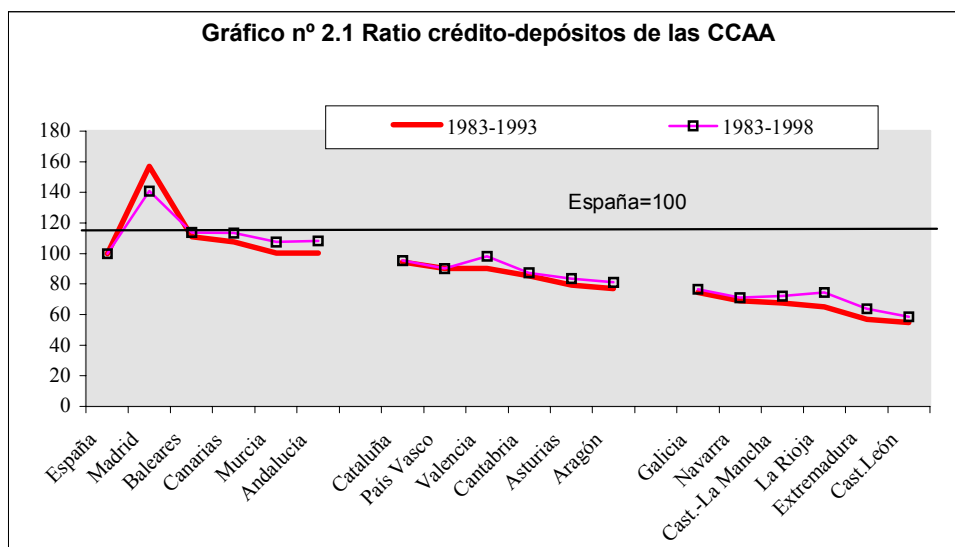
De la parte fiscal resulta en consecuencia una primera partida compensadora de los saldos anteriores, que consiste en la reasignación de una cuantía del 6% del PIB total entre las diversas regiones.⁵⁷ A todo ello habría que considerar la distribución del gasto público que tiene carácter colectivo (consumo e inversión), que debe en consecuencia dar cuenta de buena parte del ajuste que resta sin explicar.

A partir de ahí podemos ahora volver a los datos financieros para contrastar la consistencia entre las dos aproximaciones posibles que sugería nuestra estructura de

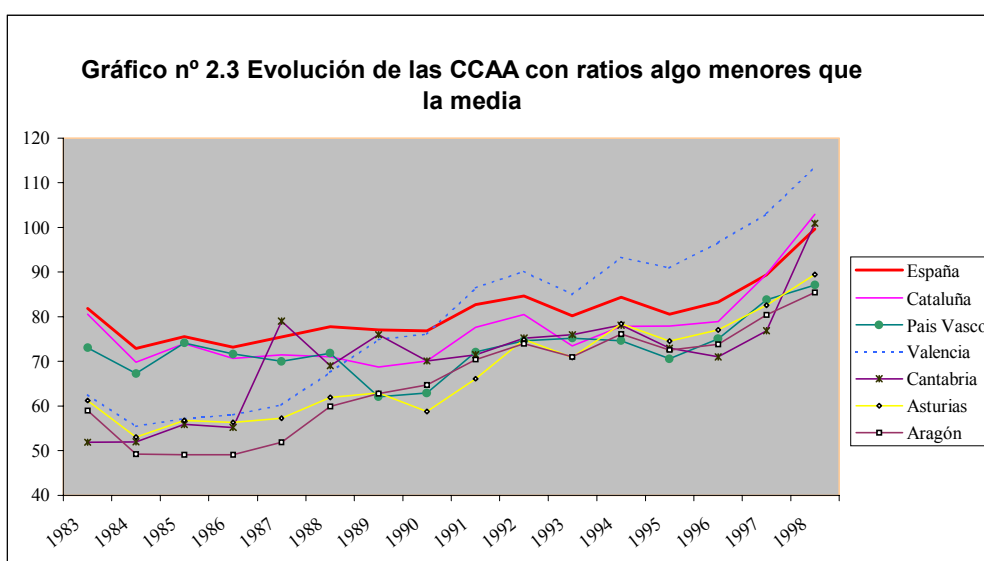
⁵⁶ Se trata de la resultante del juego de las cotizaciones y prestaciones y de los impuestos directos y transferencias directas a las personas, y por tanto no refleja sino una parte de la balanza fiscal, al ignorar los impuestos de sociedades, los indirectos y los gastos que entrañan el consumo y la inversión pública de las Administraciones; y otras transferencias no personales como las destinadas a cubrir los déficits de explotación de las empresas.

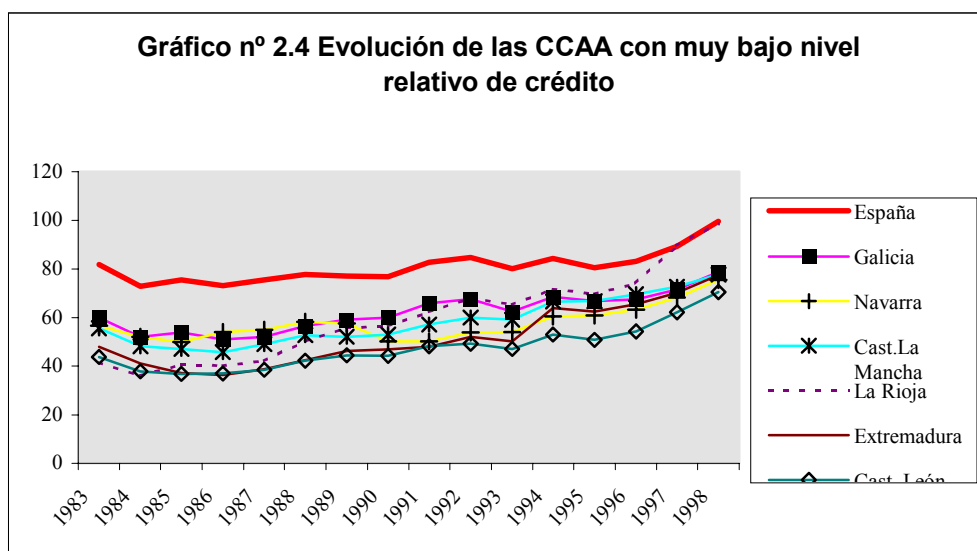
⁵⁷ Debe quedar clara cual es la significación real de ese saldo, que nos es otra cosa que la consecuencia territorial de un diseño tributario - incluido el juego cotizaciones-prestaciones- hecho sobre bases personales

análisis. Cuando volvemos nuestra atención a las variables financieras debemos de tener en cuenta que, tal y como reflejaba la estructura contable, son sus variaciones las que se pueden relacionar directamente con los flujos reales y no los valores de los stocks a una fecha dada, que suelen ser los datos que se manejan más habitualmente.



De acuerdo con ello, nuestra propia elaboración de datos a partir de la serie histórica de crédito y depósitos regionales del sistema bancario publicada en el Boletín Estadístico del Banco de España (periodo 1983-1998), vamos a distinguir primeramente la posición de las Comunidades Autónomas en relación con los stocks, que refleja lo que es una relación estructural, para luego fijarnos en sus tendencias que son las que pueden interpretarse a la luz de los datos de la economía real.





Así pues, si tomamos los valores medios de la ratio de cobertura de la serie nos encontramos con tres grandes bloques de regiones. El primero formado por las regiones que están por encima de la media, en el que destaca Madrid, que partiendo de una ratio elevadísima (150%) experimenta una rápida reducción en el periodo (100% al final),⁵⁸ y a la que siguen regiones como Andalucía; Murcia, Baleares y Canarias que recorren justamente el camino inverso.

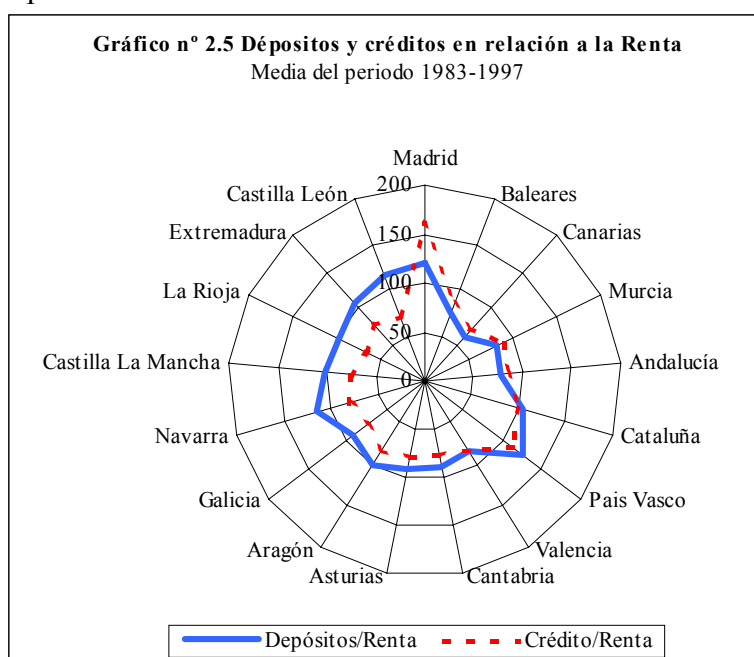
El segundo, aunque ya por debajo de la media española, podría denominarse el bloque intermedio, con regiones como Cataluña, Valencia, País Vasco, Asturias, Cantabria y Aragón. Y el tercero, formado por las que tienen las ratios sensiblemente más bajas que la media, a saber: Galicia, La Rioja, Navarra, Castilla La Mancha, Extremadura y Castilla León.

Si consideramos ahora el comportamiento en el tiempo de esas ratios medias de crédito-depósitos en relación con la media española, obtenemos un indicador directamente

⁵⁸ El estado financiero T-7 que los intermediarios rellenan para el Banco de España presenta la distribución territorial del crédito, atendiendo al lugar al que el mismo va destinado, y no simplemente al lugar al que se concede. A pesar de ello, el elevado peso relativo del mismo y de los depósitos lleva a algunos autores a realizar un ajuste por ese efecto de centralización, denominado “efecto Madrid”. Véase Caminal, 1997. Por otra parte, hay que decir que éstos datos no cambian cuando se consideran también los volúmenes de crédito concedidos por el Instituto de Crédito Oficial en el periodo 1983-1988

relacionable con la posición exterior de las diversas economías. En relación con el primer bloque, ya se ha señalado la tendencia decreciente de la ratio de Madrid y, por el contrario, el movimiento de signo opuesto del resto del grupo, que convergen hacia un nivel similar al final de la serie. Del segundo bloque puede decirse que no modifican apenas sus posiciones a lo largo del periodo, con la excepción de la Comunidad Valenciana que en los años finales entraría claramente a formar parte del primer grupo caracterizado por altos niveles relativos de crédito. También se observa una gran estabilidad en el tercer grupo, con la posible excepción de La Rioja que converge finalmente hacia los valores medios de la economía española.

Una manera alternativa de presentar las mismas conclusiones es la de relacionar los volúmenes de créditos y depósitos con el nivel de renta regional; con el añadido de que a través de la misma se desvela no sólo la relación de la ratio con el grado de desarrollo, sino la de los propios niveles de los activos.



Efectivamente, el gráfico nº 2.5 dice no sólo que la diferencia crédito-depósitos – esta vez en términos de una media del periodo – no está relacionada con la agrupación regiones desarrolladas-regiones menos desarrolladas, sino que ambos tipos pueden tener el mismo nivel de depósitos sobre renta, o de crédito sobre renta. Son datos, en definitiva, que cuestionan frontalmente la idea de un proceso acumulativo de declive basado en que los flujos de capitales hacia el centro drenan la base de depósitos y dificultan la actividad crediticia, que a su vez conduce a una menor base monetaria regional.

Lo que se dibujan son unas pautas de comportamiento, que han confirmado otros trabajos a lo largo de la década de los noventa,⁵⁹ y que se caracterizan por reflejar una realidad muy variada tanto desde un punto de vista estructural como dinámico, que es muy difícilmente reconducible a esquemas de centro-periferia o, si se prefiere, de regiones desarrolladas-regiones menos desarrolladas. En cuanto a la dinámica, parece que una buena parte de las regiones de carácter industrial, como Cataluña, País Vasco y Navarra, presentan un perfil similar, con caída previa a un alza al final del periodo; que contrasta con otro elevado grupo que registran un perfil siempre creciente. Y en lo que se refiere a la posición, nos encontramos con modelos diversos: un modelo insular (Baleares y Canarias) del que está muy cerca el sur y el mediterráneo (Valencia, Murcia y Andalucía) caracterizado por equilibrio de crédito y depósitos a un nivel bajo de ambas variables; un modelo industrial (País Vasco y Cataluña) también de equilibrio pero de alto nivel en las variables; y finalmente, el resto de regiones del oeste y el interior representadas en el lado izquierdo del gráfico nº 2.5, que tienen un ratio bajo de crédito/ depósitos, pero con niveles normales e incluso altos de depósitos, entre las que de hecho hay regiones que tienen renta alta (Navarra, Rioja, Aragón).

En suma, parecen existir rasgos estructurales en las diversas economías, y también rasgos cíclicos, que sin duda están condicionados por el modelo de crecimiento que ha

⁵⁹Véase Andreu, 1991 y Cuesta González y García Verdugo, 1998. De todas maneras hay que tener en cuenta que en la segunda mitad de la década los depósitos han perdido la significación que tenían al evrse desplazados en gran medida por los fondos de inversión.

seguido cada una de las regiones en los años que cubre la serie. Lejos de confirmarse las hipótesis más simples del tipo de las de Myrdal, lo que nos encontramos es con modelos distintos de comportamiento, que requieren un análisis individualizado. En definitiva, lo que la experiencia española nos indica es que se precisa una potenciación de las metodologías y estimaciones de base para aclarar los mecanismos de financiación regional. A ese respecto hay que decir que tanto la vía de las balanzas de pagos regionales como la de las cuentas financieras presentan dificultades considerables; y que lo más lógico sería seguir explorándolas de forma conjunta, pues ambas conducen a un mismo punto de conexión, que es la posición exterior de la economía regional, con lo que se puede realizar el contraste de resultados y con ello tender a su perfeccionamiento mutuo. Además, ambos enfoques constituyen campos de conocimiento que tienen significación y valor propio en sí mismos; como en este estudio tratamos de mostrar en lo que se refiere a la financiación regional que es el de menor tradición en nuestra literatura.

II .4 . – Algunas conclusiones en torno a los flujos financieros a partir de la evidencia empírica

Entre tanto las estadísticas sigan presentando tan grandes lagunas, y no resistan las generalizaciones, conviene no apartarse en ningún momento de la luz de la teoría y examinar las distintas hipótesis de comportamiento real en relación con la misma. Así, si admitimos que las posiciones exteriores deficitarias no pueden mantenerse eternamente, y que debe existir una tendencia básica hacia un equilibrio, teniendo en cuenta el modelo teórico y conforme a la evidencia anteriormente citada sobre la existencia de importantes desequilibrios comerciales,⁶⁰ y sobre el sentido y cuantía de los flujos por rentas de los factores, cabe concluir que todo apunta hacia las transferencias públicas como instrumento equilibrador de la capacidad o necesidad de financiación de las regiones españolas.

⁶⁰ De igual manera que se muestra en la experiencia internacional, ese parece ser un fenómeno comprobado y persistente en el tiempo para el caso de España, de acuerdo con los datos que se han recogido en el cuadro nº 2.2, y con las referencias citadas anteriormente de Del Castillo y Martínez, 1986, de la Contabilidad Provincial de 1973., así como las de las estimaciones de las balanzas de pagos regionales de Alvarez Llano, 1980 y Alvarez Llano, 1981.

Efectivamente, cuando además de aproximarnos al problema desde el lado real, lo hacemos desde el lado financiero vemos que la interpretación al uso siguiendo a Myrdal no se sostiene. Por un lado, porque los datos de créditos y depósitos se toman como una tendencia hacia el agravamiento del déficit de la cuenta de capital y por consiguiente a una pérdida permanente y acentuada de reservas, que cabría suponer va de la mano de un proceso de declive acumulativo durante largos periodos de tiempo, algo que sabemos que no se corresponde con la realidad, porque lo que los datos de la experiencia española e internacional confirman es que no se trata de procesos continuos de deterioro de la relación crédito-depósitos, sino de una posición estructural en torno a la misma, que revela una diferente preferencia por la liquidez y/o de las vías de financiación. Por otra parte, porque no es admisible cuando se examina desde el análisis financiero, pero poniéndolo en relación con los flujos reales. Veamos esto último más detenidamente.

Si nos ceñimos a los instrumentos tradicionales bancarios, dejando el resto para su consideración junto al sector privado, de acuerdo con la igualdad [3], la existencia de una baja y estable relación crédito-depósitos supone un flujo nominalmente creciente de reservas bancarias, que en términos de la igualdad [6] se debe corresponder bien con un saldo por cuenta de renta positivo ($T + M + F > 0$), o bien también con un saldo del mismo signo en el otro componente de la cuenta de capital que recoge nuestra formulación ($\Delta E_p + \Delta E_b - \Delta S_p - \Delta S_b > 0$), o con ambos.

A la luz de los datos disponibles, y aunque se llegase a suponer que los flujos reales públicos compensasen a los privados, todavía restaría por explicar el flujo creciente de reservas. En definitiva, todo nos conduce a las partidas financieras de la ecuación [6] como núcleo explicativo, lo que parece complicar aún más las cosas.

En efecto, la percepción más extendida en la literatura encuentra muy difícil que las regiones atrasadas atraigan flujos netos de entrada a través de emisiones y del mercado

secundario, por su menor dinamismo y por que se presume que su preferencia por la liquidez les lleva a suscribir activos de los centros financieros.

Sin embargo, son quizá estas presunciones las que parecen más difíciles de sostener. Por un lado, porque los grandes emisores son la administración y las grandes empresas multirregionales, cuya presencia se extiende de forma regular por todo el territorio y cuyos pasivos no se pueden imputar a los centros financieros. Por otro lado, porque los relativamente altos niveles de depósitos bancarios desmienten las tesis sobre la financiación regional basadas en la mayor preferencia por la liquidez. Teniendo en cuenta que la mayor renta y cultura financiera llevan aparejados un mayor desarrollo de los pasivos alternativos a los depósitos bancarios (seguros, valores...). lo que los datos de depósitos sugieren es que los niveles de suscripción de tales instrumentos son menores en las regiones atrasadas. En definitiva, contra lo que se presume habitualmente hay razones para pensar que la parte financiera de la ecuación [6] no sólo no drena recursos, sino que puede ser una vía de financiación e incremento de reservas.

El modelo al que ese tipo de región atrasada respondería es el de una economía con una tejido productivo dominado por la gran empresa o por la microempresa, con escaso desarrollo del crédito y con baja cultura financiera, que le lleva a concentrar la riqueza financiera del sector privado en instrumentos tradicionales como los depósitos bancarios.

Los datos de depósitos confirman que no es cierto que la preferencia por la liquidez drene la base sobre la que se sostiene la actividad crediticia de la banca, como sostiene la hipótesis de un efecto acumulativo que refuerza la tendencia hacia el estancamiento. De hecho, es bien conocido que los bajos niveles relativos de crédito en algunas regiones atrasadas son característicos de la banca regional. Así se ha sugerido para el caso de Italia, donde la banca regional en el Mezzogiorno tiene una baja cobertura crédito-depósitos en abierto contraste con la banca regional del Norte.⁶¹

⁶¹ Alessandrini and Zazzaro, 1999, p. 86.

El modelo explicativo propuesto se aparta considerablemente de buena parte de la literatura. Al mismo se ha llegado a través de una construcción que descansa en una base teórica del proceso de ajuste y funcionamiento de las economías regionales más sólida y consistente con los datos fragmentarios que conocemos acerca de sus contabilidades y de sus cuentas financieras. Sin embargo, la misma no tienen pretensiones de absoluta generalidad, porque no ignora que la casuística que la realidad esconde puede ser muy variada. Se trata por lo tanto, de un bagaje que puede servir alternativamente para aproximarse al problema de los flujos regionales, pero siempre sobre la base de la conveniencia de acumular información lo más completa posible de la economía regional de que se trate. Por eso, a la vista de que la evidencia empírica española, hay que volver a insistir en la necesidad de mayores esfuerzos en materia estadística que sirvan para diagnosticar la naturaleza y composición de los saldos corriente y de capital.

Además, hay que volver a llamar la atención también sobre el papel de los diferentes contextos históricos e institucionales en la explicación de la financiación. Nuevamente recordamos la advertencia hecha por Matthews y otros autores en el sentido de que la evidencia no ha sido siempre la misma en distintos momentos históricos. Dejando a un lado la circunstancia de que esas referencias históricas raramente se acompañan con datos, difíciles de obtener incluso para los periodos más recientes, lo cierto es que merece la pena detenerse en considerar la cuestión.

Según los diversos autores que los mencionan, este tipo de movimientos financieros corresponderían a las fases más tempranas de los procesos de acumulación, y sin descartar que en algunos puedan deberse a razones reales ligadas a la explotación de materias primas y recursos naturales; lo cierto es que su explicación de carácter más general estaría ligada al subdesarrollo del sistema financiero. En efecto, podemos recordar ahora a este respecto la descripción del desarrollo histórico del sistema financiero⁶² así como al papel tan

⁶² Allí seguimos la exposición de Chick, 1986. Una aplicación de este análisis a la realidad regional se encuentra en Chick and Dow, 1988, y en una versión más actualizada en Dow, 1999.

importante que las redistribuciones intercontinentales de liquidez jugaban en el pensamiento de Marx y Keynes. Una afirmación como la de que "el ahorro de las regiones pobres sirve para financiar el desarrollo de las ricas", podría en tal caso relacionarse con una descripción de un proceso originario de acumulación, en el que la falta de un sistema financiero desarrollado imponía una restricción de ahorro que se debía superar mediante flujos interregionales o internacionales de capital. Nos estaríamos refiriendo, en consecuencia, a la fase histórica que corresponde a la primera etapa de la evolución del sistema financiero, en la que el dinero es todavía básicamente un dinero mercancía de carácter exógeno, en la que rige la teoría cuantitativa y en la que por lo tanto la inversión o lo que más genéricamente podemos denominar demanda por motivo financiación puede verse limitada por una falta de dinero.

Ahora bien, por esas mismas razones debe quedar claro que esa etapa está ya muy lejana en la historia, y que por lo tanto esa necesidad de movimientos espaciales del dinero hace ya mucho tiempo que no desempeña el mismo papel en las modernas economías. Hoy día, ni siquiera se precisa de una banca nacional que a través de una red interregional opera las redistribuciones de reservas; porque incluso una banca regional puede perfectamente cubrir sus necesidades acudiendo a los mercados o a la autoridad monetaria, cuya misión consiste en fijar el precio al que ofrece la liquidez al sistema, y en el que la banca no experimenta restricciones de reservas. En otras palabras, semejantes teorías no se pueden seguir sosteniendo cuando la maduración del desarrollo ha llevado a una evolución institucional del sistema financiero que ha superado las restricciones financieras a través del dominio del dinero crédito y la endogeneidad del proceso de creación de dinero.

A la vista de los comentarios anteriores queda suficientemente esclarecida la cuestión de los flujos financieros interregionales en lo que hace referencia al sentido de los mismos; pero no se puede decir aún lo mismo del ajuste de la cuenta financiera. En efecto, es evidente que la estructura de análisis propuesta más arriba tiende a situarnos

preferentemente ante el supuesto simplificador de un ajuste financiero interregional que tiene lugar mediante variaciones de las reservas desde el interior de la empresa bancaria. Sin embargo, la realidad regional que a nosotros nos interesa contemplar no es tanto la que pudo vivir en un pasado cercano una región de España, Alemania o Francia, por no citar más que unos ejemplos, que además de sus relaciones interregionales mantenía intercambios de cierta importancia con otras áreas monetarias. Nuestra región de referencia es una región europea en el marco de la Unión Monetaria Europea, en la que la inmensa mayor parte de sus intercambios son de carácter interregional, pero en la que ya no se dan las mismas circunstancias institucionales en lo que se refiere al ajuste de la cuenta financiera. Ciertamente, ocurre que frente a la existencia de una banca “a lo largo del país” de las antiguas áreas monetarias, en la que los incrementos o disminuciones de reservas regionales se compensan en su mayor parte, estamos ante un sistema financiero fuertemente fragmentado sobre bases estatales; en otras palabras, nuestro modelo debe ceñirse más a un país como Estados Unidos que al de los estados de la Unión Europea.⁶³

Si volvemos a la igualdad [3] de nuestra estructura, debemos considerar ahora que el sistema bancario que está detrás de cada región no es el mismo en todas ellas, por lo que no funcionan los mecanismos de compensación propios de una banca “a lo largo del país”. Si suponemos que nuestra región de referencia se enfrenta ahora a un shock específico que puede tener su origen en flujos comerciales, de renta o incluso financieros, y que en términos de la igualdad [6] le supone una pérdida de reservas, es evidente que debe disponer de un mecanismo de ajuste que le permita atender tanto a una situación de caída de pasivos y mayor demanda de crédito como a la que en sentido opuesto resultaría de un exceso de liquidez. En tales casos es evidente que el sistema bancario debe contar con la posibilidad de ajustar sus activos y pasivos a través de otras partidas, en concreto, a través de ventas y compras de la cartera de títulos que formaban parte de la igualdad [3].

⁶³ “The regional adjustment mechanism within the United States appears to lie midway between the mechanism of adjustment of separate nations and the mechanism in a completely integrated economy.” (Ingram, 1959, p. 629).

Resultará así que la facilidad con que funcione el ajuste interregional dependerá del grado de sustitución existente entre los activos financieros de las diferentes regiones. A este respecto no debe olvidarse que a menudo se menciona la flexibilidad de funcionamiento del ajuste internacional de balanzas de pagos durante el patrón oro, como ejemplo de los efectos de la existencia tanto de un activo común como de un mercado globalizado como era el de Londres en el periodo 1890-1914.⁶⁴ No es de extrañar por ello que los análisis referidos a Estados Unidos concluyan que la existencia de un amplio stock de activos de general aceptación y rápidamente transferibles de un lugar a otro ha contribuido más a los ajustes regionales de balanza de pagos que la propia actividad de la Reserva Federal⁶⁵.

Así pues, la existencia de un volumen de activos comunes - títulos públicos - negociados en mercados líquidos, o en su defecto un alto grado de sustitución entre activos diferentes se revela como una condición clave para la eficacia del ajuste de la cuenta financiera; pero obviamente dicho ajuste no hace más que resolver la financiación de un desequilibrio a corto plazo que en caso de persistencia deberá suponer la entrada en funcionamiento de los mecanismos reales que han sido discutidos en este mismo capítulo. Y aún cabe decir más, puesto que el hecho de que contar con activos que presentan una más alta sustituibilidad que la que se da en la esfera internacional no significa que los procesos de ajuste carezcan de consecuencias financieras en términos de tensiones de liquidez, respuestas divergentes de los tipos de interés, costes de transacción, segmentación de mercados, etc. Hay que considerar, por lo tanto, estos aspectos del ajuste regional para contar con una visión más completa de la financiación regional.

⁶⁴ Goodhart, 1989, p.390.

⁶⁵ Ingram, 1959, p. 626-628. Naturalmente esos títulos de amplia aceptación son preferentemente deuda del Gobierno Federal.

III.- EL IMPACTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACION EN LA ECONOMIA REGIONAL

Acabábamos el capítulo anterior señalando que la mayor suavidad que cabe esperar para el ajuste financiero en un contexto regional no suponía la ausencia de dificultades ni de ulteriores efectos económicos del mismo. A la vista de cuanto llevamos expuesto hasta el momento pudiera parecer que lo ideal sería contar con un sistema bancario fuertemente integrado y que los ejemplos de estructuras federales lo que ilustran es precisamente un momento de la transición que va desde el nacimiento de una unión económica hasta la completa unión monetaria con integración institucional incluida. Naturalmente, ello supone que no existen dificultades de orden financiero para el desarrollo regional, y que en consecuencia carecen de sentido las reglamentaciones que como las de los Estados Unidos trataban de segmentar el mercado sobre bases espaciales. Claro que frente a esa concepción se opone una lectura distinta, que niega el principio de neutralidad monetaria de cara al desarrollo regional y atribuye una funcionalidad a las estructuras financieras descentralizadas.

En el planteamiento de la cuestión tiene una importancia extraordinaria el paradigma teórico que sirve de punto de partida. En la parte introductoria nos esforzamos por ello en fijar de forma sumaria algunos de los postulados básicos que caracterizarían lo que podemos denominar una concepción postkeynesiana de la teoría monetaria. Vale la pena recordar ahora a este respecto que las características básicas de la misma suponen una concepción endógena del dinero, en la que el tipo de interés de referencia es por el contrario básicamente exógeno al ser fijado por la autoridad monetaria, y en la que la inversión determina el ahorro y el crédito es la fuente necesaria e insustituible de financiación de las expansiones de la producción. De acuerdo con ello, pudiera parecer en principio que de un modelo así parece deducirse una total disponibilidad regional de

crédito a los tipos del mercado, con lo que bastaría un adecuado funcionamiento del ajuste de la cuenta financiera según lo comentado más arriba, para concluir afirmando como resultado principal la irrelevancia del dinero para el análisis regional.

Desde luego, tales conclusiones, extraídas tan sólo a la vista del análisis del ajuste financiero y sin exploración posterior de otras condiciones financieras, muy bien pudiera calificarse de prematura. En efecto, muy bien puede resultar que no todas las dificultades desaparezcan por el hecho de que la región pueda compensar las deficiencias en el proceso de creación de dinero bancario con la posibilidad de tomar prestadas las reservas necesarias. De hecho, hay una amplia literatura, de la que ya nos hemos hecho eco, que ha analizado las implicaciones del dinero en el análisis regional de la que podemos ayudarnos en nuestro recorrido sobre la materia.

Para volver sobre la cuestión, presentamos en el cuadro nº 3.1 un inventario de problemas y efectos relativos al impacto de la financiación en una economía regional que nos pueden servir de guía para nuestro análisis. En él hemos distinguido igualmente una esfera teórica y una aplicada, señalando esta última los instrumentos susceptibles de ser utilizados en la contrastación de las aportaciones teóricas, que se agrupan en dos apartados relativos a condiciones reales y condiciones financieras.

La división básica del cuadro descansa no obstante en la distinción entre lo que hemos denominado condiciones de la economía real y condiciones de la economía financiera. Si bien nuestro interés se centra específicamente en el análisis de las segundas, tampoco cabe hacer totalmente abstracción de las condiciones de la estructura productiva, por lo que comenzaremos por un breve comentario de las mismas.

A continuación abordaremos lo que consideramos la parte más substancial del estudio de la financiación regional, esto es, un conjunto de aportaciones teóricas, todas ellas de alcance limitado pero de la suficiente entidad frente al análisis empírico como para justificar la necesidad de construir “general rules superseding the old empirical approach

and piecemeal work” , que siguiendo la recomendación de Boudeville⁶⁶ son las que pueden ayudar a progresar en nuestro campo de estudio.

Cuadro nº 3.1. EL IMPACTO DE LAS CONDICIONES DE LA FINANCIACION EN UNA ECONOMIA REGIONAL		
	CONDICIONES DE LA ECONOMIA FINANCIERA	CONDICIONES DE LA ECONOMIA REAL
ANALISIS ECONOMICO	<ul style="list-style-type: none"> * Los flujos con el exterior: el problema de la transferencia * Preferencia por la liquidez. * La estructura de los activos y pasivos de la región * Enfoque del crédito: <ul style="list-style-type: none"> - Costes de transacción. - Racionamiento - Relaciones sector real-sector financiero * Diferenciación regional de tipos 	<ul style="list-style-type: none"> * Estructura de la oferta productiva. * Tejido empresarial. * Competencia internacional. * Composición de la demanda. * Distinto ciclo coyuntural.
ANALISIS APLICADO	<ul style="list-style-type: none"> *Cuentas Financieras *Balanza de pagos *Modelos econométricos. 	<ul style="list-style-type: none"> * Contabilidad nacional * Estructura productiva

⁶⁶Boudeville, 1962; citado en Meyer, 1963.

III.1.- Las condiciones de la economía real

La relación de condiciones reales inventariada en el cuadro nº 3.1 va desde las de carácter más estructural a aquellas de dimensión más netamente coyuntural, si bien en su estudio se advertirá que todos los efectos reseñados están íntimamente relacionados entre sí.

De acuerdo con esta primera distinción, se admite por lo tanto que el impacto del dinero aun siendo de ordinario un fenómeno analizado en el corto plazo, de hecho interactúa con las propias condiciones estructurales de la economía por lo que puede considerarse que sus efectos desbordan ampliamente el carácter coyuntural. Hagamos brevemente un repaso de los mismos.⁶⁷

Estructura de la oferta productiva

La composición sectorial de la actividad económica es lógicamente el primer factor de respuesta a los impactos del dinero, tanto en lo que se refiere a las grandes agregaciones sectoriales como a su composición más detallada. Los mecanismos de influencia variable en los sectores operarán fundamentalmente a través de las distintas elasticidades de respuesta de las producciones a los movimientos de rentas y precios, incluyendo entre estos últimos y de forma destacada al tipo de interés. Tales vías de influencia dependerán en primer lugar del predominio de la actividad industrial, primaria o terciaria, pues cada una de ellas entraña características estructurales que diferencian su comportamiento y resultados. Las actividades agrícolas están dominadas por lo general por las condiciones de la oferta, de manera que no son especialmente vulnerables a los efectos renta y precios que se derivan de las políticas de estabilización, salvo quizá en su dimensión de competencia internacional. En el caso de la industria, sin embargo, tales efectos son de gran intensidad porque la respuesta a los cambios de demanda es importante, sobre todo en aquellos casos

⁶⁷ En el planteamiento de este epígrafe hemos seguido en buena medida el trabajo de Rodríguez Fuentes, 1993.

en los que no existe diferenciación de producto, mientras que en general los precios muestran una gran rigidez, de manera que es más probable que a corto plazo respondan a variaciones de la estructura de costes que a la demanda, aunque en los casos de descenso de esta última también cabe esperar una menor capacidad de trasladar a precios los incrementos de costes. Por otra parte, el efecto en los costes que provocan los propios cambios en el tipo de interés merecen ser considerados, pues si bien en caso de alza entrañan efectos redistributivos que generan rentas que empujan a la demanda, inciden desigualmente en la estructura de costes, perjudicando de manera especial a aquellas ramas que debido a la baja velocidad de rotación de su capital y largos periodos de maduración de la producción (bienes de equipo) incurren en altos costes de financiación.

En el extremo opuesto se encuentran los servicios, porque en los momentos de expansión pueden captar los incrementos de productividad de otros sectores trasladando su menor ineficiencia relativa a una inflación de beneficios y/o de costes laborales, y en los casos de políticas restrictivas muestran una mayor estabilidad o si se prefiere una menor vulnerabilidad derivada de la menor presión ejercida por la competencia.

En conjunto, por lo tanto, hay razones tanto por el lado de la demanda como por el de los costes para esperar que el impacto de la alteración de las condiciones de financiación sea superior en las actividades industriales, sobre todo en aquellas ramas de la misma que carecen de diferenciación de producto y/o que requieren de elevada financiación de sus procesos productivos.

Tejido empresarial

En estrecha relación con la estructura sectorial está la estructura empresarial considerada desde el punto de vista de la dimensión de sus unidades y de su articulación. Si los estudios de organización industrial coinciden en señalar la existencia de un umbral a partir del cual los comportamientos empresariales experimentan hondos

transformaciones,⁶⁸ la quizá mayor dificultad de establecer un umbral para la financiación no impide que el tamaño sea uno de los aspectos más recurrentemente considerados en relación con la misma. El tradicional apartamiento de los mercados de títulos no es más que la expresión de las menores posibilidades de diversificación de las fuentes de financiación o lo que es igual la gran dependencia de la financiación bancaria. Ese estado de cosas tiene repercusiones directas en el desenvolvimiento empresarial debido a la alta vulnerabilidad de la pequeña y mediana empresa a las condiciones de financiación: escaso poder de negociación, condiciones de coste, posibilidades directas de racionamiento; son todos ellos aspectos que entran en escena, pero cuya consideración más detallada nos adentraría ya en la economía financiera que más tarde se aborda.

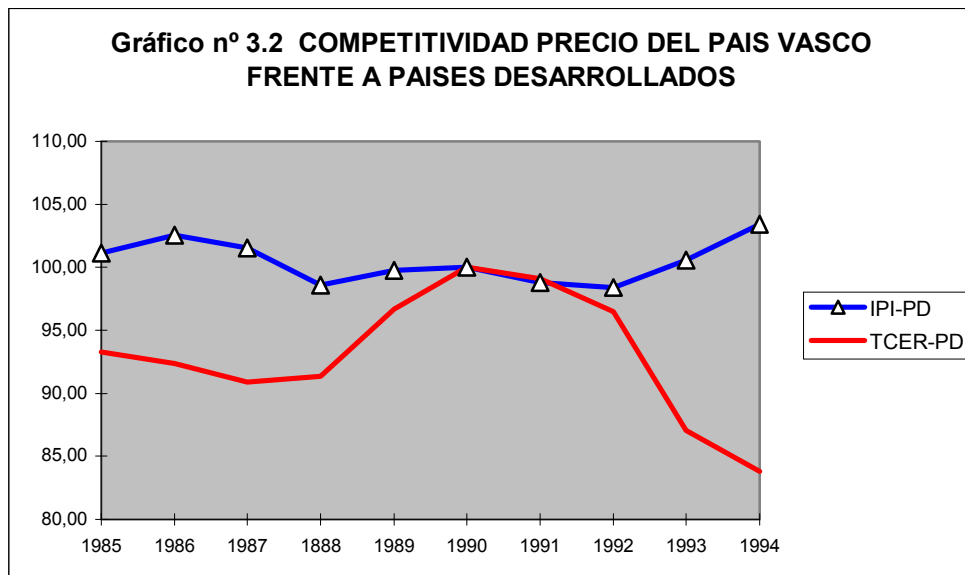
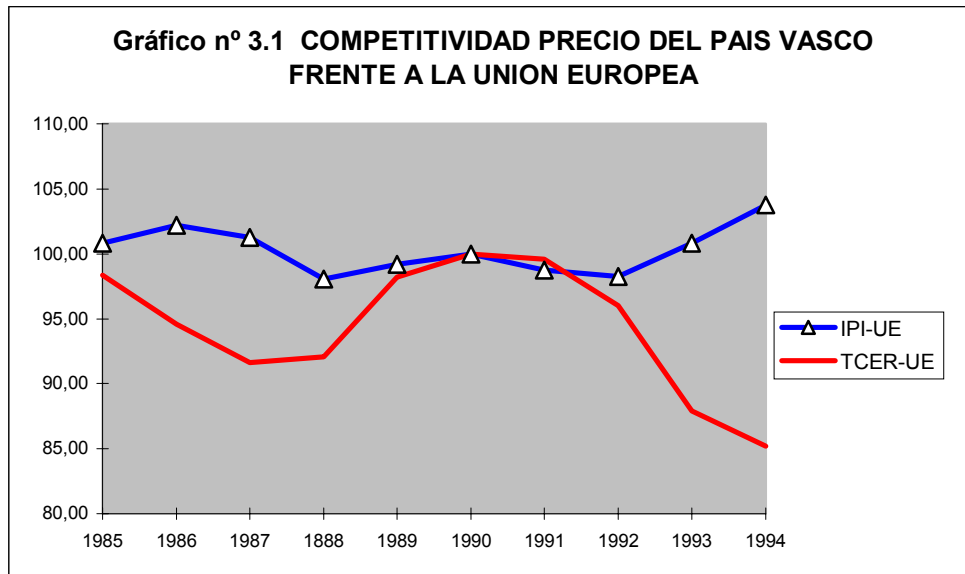
Competencia internacional

El paradigma de región que nosotros hemos tendido a considerar es el de una región perteneciente a la todavía no perfeccionada Unión Europea. Es decir, tendemos a pensar en una marco de efectiva realización de la unión monetaria, en el que en consecuencia la mayor parte de los intercambios tienen el carácter de interregionales. En este caso es evidente que el influjo de las políticas de estabilización en la competitividad precio de la región es más limitado porque afecta a una parte reducida de la balanza comercial; pero sea en esta medida o en la mucho más amplia que ha tenido lugar durante el proceso de transición, en el que las variabilidad de los tipos de cambio nominales ha sido muy elevada en el seno del mecanismo de cambios, es evidente que es un aspecto que merece ser analizado. De acuerdo con lo anterior, cabe esperar que el influjo de las políticas monetarias sea tanto más significativo cuanto más concentre la región en cuestión sus relaciones comerciales con países ajenos a la unión monetaria.

Queda por explicar no obstante cuál es precisamente la influencia de la política monetaria sobre el tipo de cambio y cómo interactúa con otros elementos ínsitos en el

⁶⁸ Para el caso español por ejemplo se ha situado dicho umbral en torno a los cien trabajadores de plantilla. (Véase Fundación Empresa Pública, 1992).

concepto de competitividad. Para ilustrar la cuestión nos serviremos del ejemplo del País Vasco que se ilustra en los gráficos nº 3.1 y 3.2.



La visión tradicional de la formación de los tipos de cambio entre monedas sostiene que los mismos responden a lo que se dio en denominar la paridad de poder de compra:

esto es la idea es que es el poder adquisitivo de la moneda el que determina el valor relativo de la misma. Quiere ello decir que ante una evolución diferencial de precios los tipos de cambio nominal responderían hasta dejar el tipo de cambio real inalterado. En la práctica, como demuestran nuestros gráficos, de índice de precios industriales y tipo de cambio efectivo real, las cosas distan de ocurrir así. La intensa apreciación del tipo de cambio efectivo real de la economía vasca a finales de los años ochenta no fue una respuesta a una moderación de precios relativos, sino que fueron precisamente estos los que tuvieron que moderarse más allá de lo que presionaban los costes para compensar la desfavorable evolución del tipo de cambio nominal. No basta, por lo tanto, con que una región registre un comportamiento ajustado en costes y precios para solventar su competitividad internacional porque los movimientos del tipo de cambio son de una magnitud que frecuentemente empequeñece esos esfuerzos en materia de formación de precios.

La situación era especialmente delicada en un periodo como el que reflejan los gráficos, porque entonces el volumen de los intercambios que resultan afectados era muy superior sin que funcionasen los efectos estabilizadores del mecanismo de cambios. Aunque las razones de la inestabilidad cambiaria son enormemente complejas al intervenir en las mismas no sólo las situaciones objetivas sino factores subjetivos que tienen que ver con la propia credibilidad de las políticas, lo cierto es que existe un elemento objetivo en la actual situación que tiene que ver precisamente con la política monetaria. La globalización de los mercados financieros, en su doble dimensión de liberalización total de los movimientos de capitales y aceleración del tráfico de los mismos facilitada por las innovaciones tecnológicas, ha modificado enormemente la determinación del tipo de cambio. Hasta tal punto ello es así que incluso se afirma que la teoría explicativa relevante en el nuevo contexto no es ya la de la paridad del poder de compra sino la de la paridad del tipo de interés: el arbitraje entre tipos de interés para distintos plazos y monedas acaba

condicionando los intercambios de mercancías, de manera que los flujos financieros dejan de ser partidas meramente acomodantes de los flujos reales.⁶⁹

Composición de la demanda

Así como las estructuras productivas regionales pueden presentar diferencias considerables, por el lado de la demanda cabe esperar una mayor uniformidad de respuesta. Ciertamente es que ello no es equivalente a decir que las estructuras de la demanda no difieran porque evidentemente lo harán dependiendo tanto de la competitividad estructural de cada economía como del distinto momento coyuntural. Pero prescindiendo del saldo exterior, veamos más detenidamente los casos del consumo y de la inversión. En el caso del primero, parece que las elasticidades de respuesta del consumo deben ser más homogéneas en la medida en que dependen en parte de un mismo clima económico general, lo que no significa que no incorporen diferentes expectativas de los agentes sobre el rumbo previsible del empleo y la renta regionales, aspecto que como se ve nos reenvía al ciclo coyuntural. Las expectativas de rendimiento del capital son sin duda alguna las que están llamadas a presentar mayores diferencias potenciales por motivos tanto de comportamiento coyuntural como por las tendencias de fondo de las distintas economías regionales. De acuerdo con la relación que a lo largo de este estudio hemos establecido entre crecimiento y beneficios, que resulta además reforzada por la hipótesis de la “causa común” en los movimientos de capital, las diferencias entre eficacia marginal de capital y una tasa dada de interés tenderán a ser tan acusadas como lo son los diferenciales regionales de crecimiento, detrás de los cuales además laten factores de dotaciones de factores y atractivo locacional diferentes que hacen mucho más persistentes las condiciones de fondo.

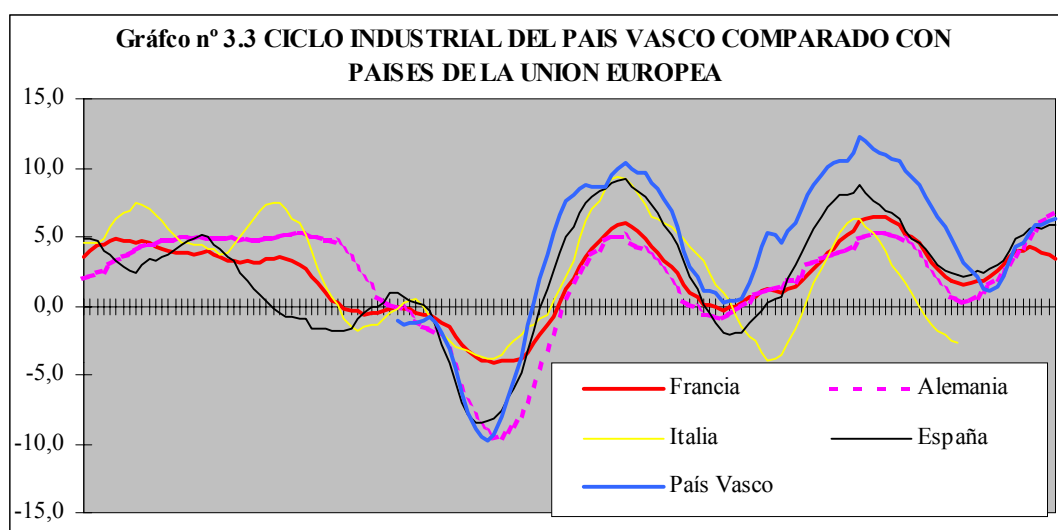
Distinto ciclo coyuntural

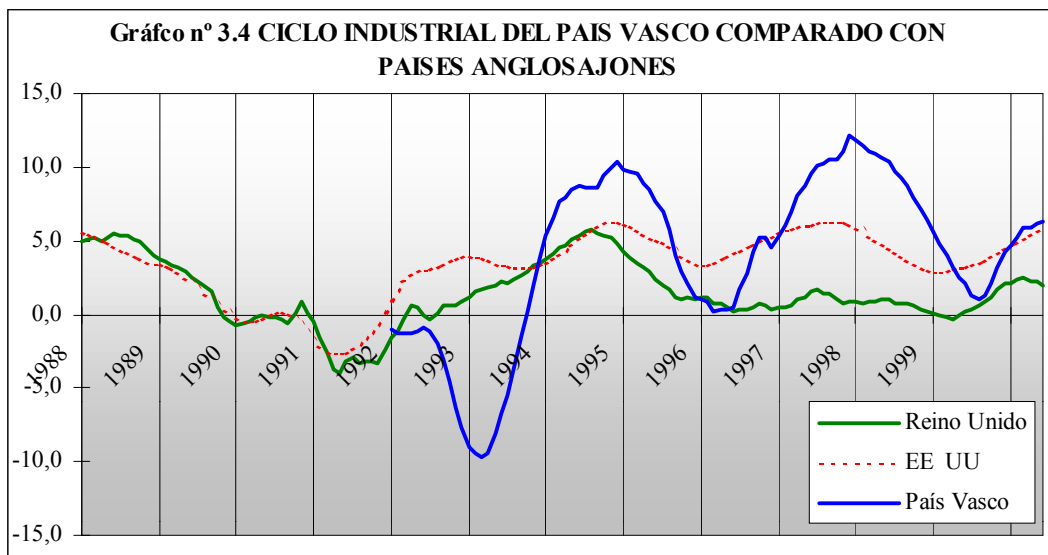
El análisis de las condiciones por el lado de la demanda nos ha introducido en el problema de los distintos ciclos coyunturales de las economías. En principio este parece un

⁶⁹ Allen, 1994, p. 13.

aspecto de la economía real de la máxima importancia. Una falta de sincronización del ciclo de dos espacios económicos debe suponer necesariamente que una política uniforme nunca podrá surtir sus pretendidos efectos estabilizadores en todo el territorio. Sin embargo, no podremos decir que tales políticas no actúan con *carácter general* en el sentido deseado siempre que se basen en el comportamiento medio observado de toda la economía. La cuestión estriba por lo tanto en saber si por lo general las regiones que pertenecen a una determinada área monetaria tienden a registrar un mismo movimiento cíclico o presentan ritmos independientes.

Como se trata de una cuestión claramente empírica, queremos ilustrarla con el ejemplo del País Vasco que se recoge en los gráficos nº 3.3 y 3. 4. De acuerdo con el segundo de ellos, el ciclo de la industria vasca presenta una trayectoria enormemente parecida a la de la industria española a lo largo de un periodo tan significativo como el de 1988-1994, en el que se pasó de elevadas tasas de crecimiento a una recesión profunda.





Fuente: J. A. Muguruza (Dirección de Economía y Planificación. Gobierno Vasco)

El País Vasco es una región fuertemente industrial y con una especialización propia, pero que por su reducida dimensión no representa más que una décima parte del valor añadido industrial de España. Puede pensarse que esa misma razón y habida cuenta de que sus ventas están mayoritariamente volcadas hacia ese mercado es lógica la sincronía cíclica. Claro que esto nos lleva a pensar que cuando entre dos regiones no exista esa intensa relación comercial es muy posible que las divergencias que afloran sean significativas.

Las señales de las potenciales diferencias regionales se manifiestan claramente si consideramos el caso del Reino Unido, cuya recesión alcanzó en 1991 una profundidad desconocida en el entorno europeo, y el de Alemania, que como consecuencia de su proceso de unificación prolongó su periodo de crecimiento para caer luego en una recesión tan profunda como la del País Vasco y lejana de la de países como Francia e Italia.

Estamos aquí ante shocks específicos que evidencian la dificultad de una política de estabilización común, dificultad que debe presentarse agudizada cuando nos trasladamos a las comparaciones interregionales. En apartados anteriores ya nos hicimos eco de la discusión hoy en curso sobre la dimensión regional de la estabilización, que ahora comprobamos que se inserta en un marco de difícil articulación incluso para los actuales estados.

Un periodo como el que contemplamos nunca podría haber recibido una adecuada respuesta estabilizadora desde las premisas en las que descansaba la arquitectura de la unión monetaria. Por una parte, la existencia de una política monetaria uniforme, aun en el supuesto de ejecución descentralizada no puede dar respuesta a posiciones tan diversas como las de Alemania y el Reino Unido; por otra, la recuperación de vetustas normas de sanidad financiera pública hace imposibles las políticas fiscales de estabilización. Al final puede cobrar pleno sentido la siguiente advertencia:

“Me parece que si hay un Banco Central Europeo, hará más difícil para cada país modular su propia moneda con flexibilidad cuando sus propias circunstancias lo requieran. Con las más diversas regiones, lo más que una política central uniforme creará serán efectos positivos en unos sitios, y negativos en otros”⁷⁰.

Además, el nivel al que debe corresponder la política de estabilización es el más elevado posible - la Unión - para minimizar los efectos externos que son ya considerables en muchos de los países y que están llamados a serlo más con el tiempo. Debe quedar claro además que esa centralización no sólo no es un obstáculo sino que es la única vía para conseguir la implementación de una política de estabilización de dimensión regional.⁷¹

⁷⁰ La advertencia de A. Toffler, *El Mundo*, 2 de noviembre 1990, se ha demostrado que encerraba un problema real. Apenas ha comenzado a funcionar el Banco Central Europeo ya se han formulado críticas desde una perspectiva “regional” – estatal - por la imposibilidad de responder con una sólo política a distintas situaciones coyunturales.

⁷¹ En ese sentido va la propuesta de Goodhart and Smith, 1993.

III.2.- Las condiciones de la economía financiera

Si el estudio de las condiciones de la economía real nos revelaba la existencia de una tan fuerte ligazón entre todas ellas que por momentos parecía que estábamos dando vueltas en torno a una misma argumentación, algo similar ocurre con la relación de efectos a considerar dentro de la economía financiera. Recordemos que según nuestro modelo teórico no hay en principio razones para esperar restricciones de financiación a los tipos de mercado que entorpezcan las decisiones de inversión que son las que activan el mecanismo de crecimiento de la renta y generación de ahorro.

La cuestión respecto al paradigma postkeynesiano se resume perfectamente en el siguiente párrafo de Dow:

“ Indeed keynesians like Kaldor who had developed the theory in the regional context are noted for their view that the supply of money is endogenous at the national and regional levels; banks are prepared to supply credit indefinitely at a set interest rate, and acquire the reserves required to back the increase in deposits after the fact. In others words, all potencial borrowers face the same borrowing conditions ; all the emphasis is put on their expectations as to the return on their investment (relative to the ongoing rate of interest) since these determine investment plans. Money plays no active role in investment decisions, and thus in promoting uneven development”⁷².

Precisamente por ello, la tarea que nos cumple acometer ahora es la de determinar si la existencia de perfecta, o al menos muy elevada movilidad de capitales y mercados únicos, es suficiente para garantizar que la financiación no interferirá en la economía real.

Los flujos con el exterior: el problema de la “transferencia”

Líneas más arriba decíamos refiriéndonos a la competitividad internacional que en el actual marco de globalización los movimientos de capitales estaban condicionando a través

⁷² Dow, 1993, p. 144.

del tipo de cambio los propios intercambios reales. Ese no es obviamente el caso de las regiones, pero si cabe hacerse la pregunta de si la cuenta de capital regional y sus movimientos afectan al crecimiento regional.

De hecho, este es un punto que se discute a menudo en la literatura, de la que nosotros hemos tomado precisamente la provocativa analogía con el problema de la transferencia. Debe quedar claro antes que nada que ahora se trata de una “transferencia” de capital y no de una auténtica transferencia de renta, pero a la que se le atribuyen efectos del mismo signo. La similitud entre una presión con origen en la cuenta de capital y una transferencia de renta reside en que ambas requieren la existencia de un excedente corriente que sea susceptible de ser transferido.⁷³ Ahora bien, mientras en el caso de la renta es ineludible la generación de un ahorro suplementario para no aumentar la necesidad de financiación, en el caso del capital lo que ocurre es que la desviación hacia un activo exterior de una colocación interna impone a los residentes una búsqueda alternativa de financiación. Es decir, en principio, el desplazamiento hacia activos externos no modifica el saldo de la cuenta de capital si se produce un reajuste de la financiación: para mantener el mismo ritmo de gasto es preciso aumentar el volumen de activos y pasivos. Este es un efecto conocido y analizado por Gurley y Shaw,⁷⁴ según el cual, cuanto más divergencia entre los saldos de la cuenta de capital presenten los distintos agentes mayor debe ser el volumen de activos existentes: en este caso si suponemos que ante una situación de equilibrio exterior se produce un desplazamiento de activos se genera un mayor déficit a algún agente interno y un superávit en el sector exterior que se compensa con un endeudamiento nuevo entre el primero y el segundo.

Para que esa versión extrema del problema de la transferencia opere, hay que explicar es cómo cuando existe un movimiento de capital, el mismo provoca un impacto equivalente en la cuenta de renta, única manera de que los saldos de ambas sean

⁷³ Morgan, 1973, p. 22.

⁷⁴ Gurley and Shaw, 1955.

coincidentes. Se trata de una explicación ciertamente difícil, porque en principio lo que realmente cabe esperar es que, como decíamos, se genere un mayor volumen de activos y pasivos debido a que la financiación se ha vuelto más indirecta. En realidad, parafraseando una vez más a Keynes libremente, podríamos decir que “si el espíritu de empresa está vivo la riqueza se acumulará pase lo que pase con los pasivos bancarios”; por lo que los eventuales efectos en la renta y empleo deben ser explicados en términos de deterioro de las condiciones de financiación de los agentes económicos.

Para analizar esta última posibilidad cabe contemplar dos casos, uno en el que el desplazamiento corresponde a activos líquidos y el otro cuando se trata de activos a más largo plazo⁷⁵. En el primer supuesto, que puede referirse a los depósitos bancarios, nos encontramos con que la pérdida de reservas a la que se enfrenta la banca - recuérdense las ecuaciones del modelo - debe de compensarse con la venta de activos de general aceptación, de los que hablábamos más arriba tomando prestado el concepto de Ingram, con la obtención de créditos o finalmente con la restricción de su actividad crediticia o empeoramiento de las condiciones de su otorgamiento. Esta última eventualidad es la que nos interesa pues precisamente es la que entraña repercusiones en el crecimiento. Pero debe observarse que la misma es menos probable cuando el riesgo de que la realización de activos suponga pérdidas es pequeño o cuando existen facilidades crediticias, por no hablar de cuando existe una banca “a lo largo del país” que transfiere los recursos desde el interior de la empresa. En resumidas cuentas, bajo este supuesto de desplazamiento de activos líquidos, los posibles efectos descansan sobre la regionalización de la banca, la condiciones de los mercados de valores y monetarios y, finalmente, sobre el propio peso específico de los movimientos de que se trate, se supone que a su vez dependientes del tamaño de la región.

⁷⁵ Estos son los supuestos considerados por Dow, 1993, cuyos razonamientos seguimos en este punto.

El caso en el que los desplazamientos se originen en activos a largo plazo puede considerarse encadenado con el anterior, bajo el supuesto de que éste transmite sus efectos a los diversos vencimientos. En realidad, sin embargo, en la medida en que ya no se trate, como cabe esperar, de activos de general aceptación sus repercusiones en la financiación de la actividad productiva serán más directos porque ocasionarán menores cotizaciones o búsqueda de fuentes alternativas lo que en cualquier caso significa mayores costes; siempre bajo la condición de que esa caída de las cotizaciones se concentre en los valores de la región. En el caso en que estuviéramos razonando sobre mercados de valores suprarregionales los efectos dependerán de que las nuevas inversiones en el exterior correspondan a un activo sustitutivo de los valores a largo, en cuyo caso no habrá alteraciones del valor y del tipo de interés, o del dinero, en cuyo caso el interés deberá aumentar. Este último supuesto es equivalente al surgimiento de un nuevo activo sobre una estructura dada de la riqueza financiera compuesta por bonos y dinero, que sólo provoca alteraciones de la tasa de interés en caso de que el nuevo activo sea sustitutivo del dinero y provoque exceso de demanda de dinero y exceso de oferta de bonos.⁷⁶

El modelo puede volverse más complejo sobre la base de distinguir títulos representativos de activos reales y bonos a largo, por un lado, y dinero y activos del mercado monetario por otro. Pero la generalización de efectos que se pueden desencadenar está ya perfilada con los argumentos anteriores y si algo requiere es quizá una mayor concreción del marco institucional.

Si volvemos a nuestro ejemplo de una región europea cuyo tamaño relativo siempre será reducido, y aunque disponga de mercado de capitales, dada su integración sobre bases estatales, lo más probable es que los activos reales de la región no estén por lo general representados en el mismo y que tampoco en ellos se determinen los precios de los bonos. Así pues, todo conduce a esperar que la salida de capitales tenga que producir sus efectos a

⁷⁶ Es el caso contemplado en Gurley and Shaw, 1955, p.529.

través de un deterioro de las condiciones crediticias bancarias ocasionado por la pérdida de pasivos. En otras palabras, volvemos a constatar que las dos claves del ajuste son la existencia de una banca regionalizada versus una banca “a lo largo del país”⁷⁷ y la disposición de activos de general aceptación y altamente sustitutivos. Por mucho que ambos requisitos disten de cumplirse satisfactoriamente dentro del marco institucional que contemplamos, es evidente que estamos muy lejos de enfrentarnos a un modelo en el que las salidas de capital tienen efectos directos en la renta y el empleo y que por lo tanto no hay nada parecido a un problema de transferencia.

Otra vía de impacto que a veces se menciona es la de las implicaciones espaciales del sistema de fondos de pensiones, que tiende a centralizar la administración de recursos en los centros financieros, donde por lo tanto se genera valor añadido, y además a concentrar sus inversiones en valores líquidos de gran relevancia en los mercados. De resultados de su actividad se sostiene que drenan los recursos de las regiones periféricas sin beneficiarles en absoluto, y sin que sus inversiones tengan nada que ver con la pretendida teoría neoclásica de la igualación de las productividades marginales.⁷⁸ En cuanto fenómeno nada hay que objetar, los centros financieros son una realidad que opera a escala internacional, y que afecta también a regiones desarrolladas de menor centralidad. Es indiscutible que acaparan una buena parte del valor añadido de esa rama terciaria, pero en el fondo volvemos al mismo punto de la segmentación de los mercados por clientelas, en este caso de grandes empresas, más que por regiones, aunque ello limite el teórico papel maximizador de las rentabilidades que se atribuye a los mercados de capitales.

El análisis de los flujos sugiere, por lo tanto, que no se puede equiparar directamente un fenómeno real a uno financiero aunque no por ello agota la influencia de la economía financiera en la economía real, como atestiguan las demás rúbricas de nuestro inventario con cuyo estudio continuamos.

⁷⁷ Quizá no esté de más recordar que aquí “país” significa en realidad “área monetaria”.

⁷⁸ Véase, por ejemplo, el artículo de Martin and Minn, 1995.

La preferencia por la liquidez y la estructura de los activos y pasivos

El problema de la transferencia de capitales desde la periferia al centro está estrechamente ligado a la preferencia por la liquidez, hasta el punto que ambos planteamientos llegan a confundirse a veces. Se supone que la existencia de mercados líquidos era uno de los atractivos más poderosos que alimenta el flujo de capitales hacia los centros financieros, que ofrecen, además de un mayor volumen de negociación y por consiguiente una mayor liquidez, una más variada gama de activos financieros. Sobre esa base, la hipótesis de la preferencia por la liquidez en su versión regional⁷⁹ postula además que en la periferia atrasada la propia debilidad financiera de los agentes y la mayor variabilidad y riesgo de sus rentas aconseja a éstos mantener posiciones relativamente más líquidas. Se configura así un cuadro en el que al tiempo que existe una mayor propensión a mantener posiciones líquidas se da la posibilidad de satisfacerla en los centros financieros desarrollados. Naturalmente, en la medida en que se manifieste esta segunda posibilidad volvemos a las cuestiones que ya han sido discutidas en el epígrafe anterior y que por ello no vale la pena repetir.

Cabría por lo tanto considerar exclusivamente los estrictos efectos regionales de una elevada propensión regional a mantener la riqueza financiera en activos líquidos. En tal caso no nos enfrentamos a la pérdida de reservas de la banca sino a un reforzamiento del papel de la misma. Es decir que en la medida en que la mayor aversión al riesgo conduce a los agentes a mantener posiciones líquidas y por lo tanto de bajo riesgo de pérdida de capital, lo que ocurre es que se potencia el papel de intermediación bancaria, en la medida en que son dichos intermediarios los que deben mantener posiciones directas de riesgo frente al sistema productivo. Un sistema así entraña seguramente mayores costes potenciales de la financiación y una menor diversificación de la misma. La preferencia por

⁷⁹ Dow, 1987b.

la liquidez regional, la inexistencia de mercados y la propensión a la salida de capitales acaban conformando un conjunto de factores que interactúan entre sí y que pueden llegar a constituir un obstáculo al desarrollo regional sobre las bases especificadas anteriormente. En sentido contrario, habría que decir que esta caracterización de una economía regional periférica presenta una escasa propensión a la inestabilidad financiera, desde el momento en que su elevada liquidez y la ausencia de mercados propios suponen la ausencia de dos de los tres factores que la hacen vulnerable a los descensos de renta y a sus efectos en cadena a lo largo de la estructura financiera.

En efecto, siguiendo a Minsky, podemos decir que son la elevada valoración de activos y la baja liquidez última los factores de riesgo que pueden desencadenar una crisis financiera,⁸⁰ lo que constituye un cuadro completamente opuesto al que nosotros describíamos que podría asociarse seguramente a las regiones que desempeñan funciones de centro económico y financiero.

Una forma alternativa de presentar conclusiones similares a las que se derivan de la hipótesis de la preferencia por la liquidez es volver a un planteamiento dinámico de crecimiento económico en el marco de una economía empresarial. Como sabemos la expansión de la producción requiere de un crecimiento del crédito que puede producirse bien de forma directa mediante demanda al sistema bancario, y por medio de éste a la autoridad monetaria, o bien de forma indirecta a través de la emisión de un activo que captura depósitos y que obliga al sistema a solicitar liquidez primaria para hacer posible el incremento de la producción. Aunque tal y como lo hemos presentado parece que el segundo de los supuestos supone un recorrido más largo, lo cierto es que en ambos se desencadenan toda una serie de ajustes para hacer compatibles las decisiones de expansión de la producción con la estructura de la riqueza financiera deseada por el público, y ambos

⁸⁰ Minsky, 1964. En realidad habría que considerar no sólo el riesgo derivado de una sobrevaloración de los activos financieros sino también de los inmobiliarios, que como la experiencia señala han sido a menudo la causa de episodios de crisis financieras y recesiones.

terminan por demandar liquidez primaria para no tensionar los tipos de interés e impedir el crecimiento.

Si la ausencia de mercados determina un recurso comparativamente más elevado a la financiación bancaria, que es lo que Gurley y Shaw denominan indirecta, entonces, de acuerdo con estos autores, la interposición de esta intermediación hace que el racionamiento se convierta en un instrumento de asignación importante tendiendo el tipo de interés a estabilizarse de acuerdo con una línea tendencial.⁸¹

Es muy posible que esa línea argumental en torno a los problemas de una excesiva dependencia de la financiación bancaria suenen a algo conocido; y que, después de todo, la cuestión esencial siga estando en saber si esa caracterización de mayor intermediación y dependencia del crédito bancario se ajusta a la realidad de las regiones atrasadas y periféricas, porque como hemos visto la evidencia empírica no la confirma en absoluto.

El enfoque del crédito

El análisis de las condiciones de financiación nos ha acabado conduciendo a la consideración del crédito como una figura crucial en la determinación de los efectos sobre el crecimiento económico. En este apartado nos ocupamos más detenidamente de lo que se ha denominado precisamente el enfoque del crédito o *credit view*, como forma de entender las relaciones del mundo financiero y el real.

Como decimos, la idea básica que subyace en el enfoque es la de que la valoración del funcionamiento de los mercados de crédito proporciona una clave para entender el desarrollo regional. Si hasta ahora nos habíamos concentrado en la influencia que una pérdida de depósitos podía tener en la financiación, en este momento dirigimos nuestra atención a otros factores distintos como son las relaciones entre prestamistas y prestatarios, las condiciones de capitalización de la banca y la percepción del riesgo regional de ésta.

⁸¹ Gurley and Shaw, 1955, p. 531.

Por más que se eche en falta la existencia de mercados de valores que permitan la diversificación de la financiación, los mercados de crédito siguen siendo fundamentales y en ellos la asimetría que caracteriza a la distribución de la información entre empresarios e inversores es cubierta por los bancos que poseen una información y una tecnología y organización que permiten un conocimiento y supervisión especializada de los proyectos de inversión.⁸²

Algunos autores han defendido que esa insustituible tarea de intermediación bancaria tiene lugar de una forma completamente discriminatoria entre el centro y la periferia. Lo que tendríamos es que la centralización iría acompañada de un mayor poder de negociación del coste y mejor acceso al crédito en el centro, hacia el que además recordemos que se produciría un flujo de capitales que satisficían su preferencia por la liquidez mediante la existencia de mercados secundarios.⁸³ Sin negar alguna virtualidad a estas argumentaciones, lo cierto es que las mismas apuntan más bien hacia una segmentación por clientelas según su tamaño que a una discriminación de base espacial, es decir, regional: las empresas de gran tamaño, regionales o multirregionales, se benefician del proceso de centralización y de la liquidez de los mercados secundarios, mientras que las pequeñas y medianas accederían al crédito en peores condiciones.

Existe una amplia literatura que ha analizado y contrastado empíricamente la presunción neoclásica de recursos financieros ilimitados al precio de mercado para todas las empresas, llegando, al menos en el caso español, a un rechazo de la misma debido a que el coste de los recursos externos es superior en las pequeñas empresas, que con mayor endeudamiento bruto, mayores activos líquidos y similar endeudamiento neto experimentan superiores restricciones financieras.⁸⁴

⁸² Samolyk, 1991, p.29

⁸³ Chick and Dow, 1988.

⁸⁴ Estrada y Vallés, 1994 y Hernando y Vallés, 1991.

Estas últimas contrastaciones son sin duda consistentes con la observación de la experiencia, pero carecen de implicaciones espaciales, a menos de que se asuma que la centralización plantea problemas de información que perjudican a toda la *periferia*. En este último caso la segmentación espacial del mercado - intermediarios de dimensión regional - se defendería no por razones de restricciones financieras sino por su mejor adecuación a las necesidades de la demanda. Ahora bien, se puede suponer perfectamente que los intermediarios de carácter multirregional presentan distintos grados de centralización según la esfera de negocio, con lo que en la práctica la supuesta ventaja de los de carácter local o regional puede desvanecerse.

La idea de segmentación bancaria está por lo tanto estrechamente vinculada al tamaño de los clientes. Para las grandes empresas no sólo existen fuentes alternativas de financiación, sino que las condiciones de concesión del crédito son homogéneas a lo largo del país hasta el punto que incluso en países con banca regionalizada se admite que los préstamos normales son iguales en todas partes.⁸⁵ Así pues, hablar de segmentación de clientes es tanto como hablar de delimitación regional, siendo la propia naturaleza de los mercados de crédito la que nos conduce a una dimensión regional en la cual se desenvuelven mejor las relaciones entre prestamistas y prestatarios porque las asimetrías informacionales son menores. Sobre esa base, cabe plantearse ahora cómo operan los mercados regionales de crédito porque su mera existencia no supone el reconocimiento de discriminación e influencia en el desarrollo regional.

Desde el punto de vista que se ha mantenido en el presente estudio, es evidente que en principio se parte de una concepción exógena del tipo de interés sin que ello implique que la preferencia por la liquidez no desempeñe ningún papel, pues puede llegar a condicionar incluso las decisiones de la autoridad monetaria a través de su influencia en la curva de rendimiento plazo de la estructura de activos. Pero como quiera que en cualquier

⁸⁵ Meyer, 1967, p.38

caso la región es muy pequeña para influir en los tipos de interés de los mercados de dinero y títulos, seguimos básicamente ante el supuesto de que el precio del dinero es exógeno a la región. En este punto es donde la hay que tener en cuenta la estructura institucional del sistema financiero, porque bajo determinadas condiciones, como las que han sido características en Estados Unidos, por ejemplo, el supuesto de exogeneidad puede ser débil:⁸⁶ a) primero, por los costes de supervisión y las asimetrías informacionales que sitúan en condiciones desfavorables a los prestamistas de fuera de la región y a la propia dificultad de los agentes internos de acudir a ellos, b) segundo, porque no existen mercados secundarios desarrollados para los créditos que puedan mantener la liquidez de los mismos, y c) tercero, porque cabe esperar que existan unas especiales relaciones entre las instituciones locales y los clientes de la región que después de todo constituyen su propia base de depósitos.

Ahora bien, el modelo de región europea que nosotros tenemos en mente se encuentra probablemente a medio camino entre la realidad de una banca “a lo largo del país” y la de una completa segmentación regional, por lo que la existencia de mercados de crédito regionales quizá sea menos vigorosa y revista características diferenciadas a las del ejemplo americano.

Para analizar esta cuestión vamos a partir del modelo sugerido por Moore y Hill que acabamos de citar y que hemos representado en el Gráfico nº 3.5.

⁸⁶ Moore and Hill, 1982, p.506

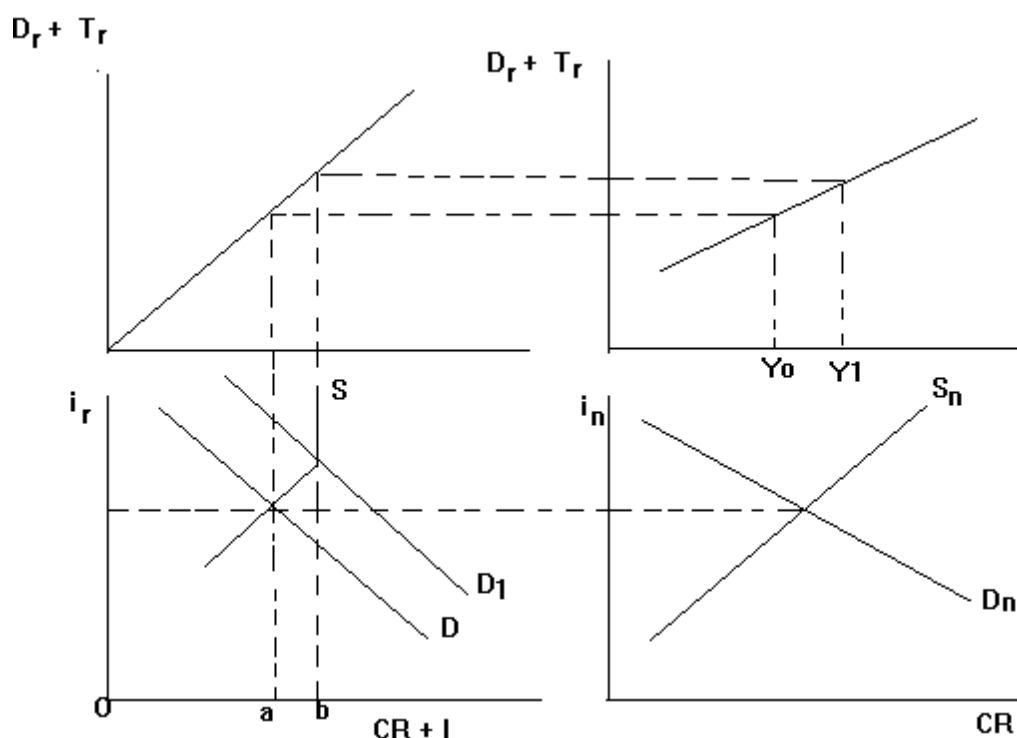


Gráfico n° 3.5. Mercado regional de crédito bajo la hipótesis neoclásica

La calificación de neoclásico viene justificada por dos características esenciales que son un enfoque típico de fondos prestables en la determinación del tipo de interés nacional (i_n) a partir de su oferta y demanda (S_n y D_n) y una cadena de razonamiento que parte de la demanda de regional de depósitos a la vista y a plazo (D_r , T_r) asociada a un determinado nivel de renta regional (Y). En este caso son los depósitos y el tipo de interés nacional los que condicionan el desenvolvimiento del mercado de crédito (CR). Así por ejemplo para una renta como Y_1 el nivel de depósitos permite dado el interés de equilibrio una financiación crediticia de Ob de la que Oa es crédito interno y ab es la inversión en el exterior (I). Si por el contrario partimos un nivel de renta como Y_0 y sus correspondientes depósitos y la demanda de crédito es D_1 , entonces el crédito sólo podrá alcanzar a cubrir parte de la demanda (Oa) al tipo del mercado, por lo que el exceso de demanda debe satisfacerse tomando prestado del mercado nacional y aplicando un margen

sobre dicho coste hasta el punto en que lo permitan los requerimientos de capital de los bancos regionales, límite que en nuestro ejemplo hemos supuesto que permite justamente satisfacer la demanda Ob.

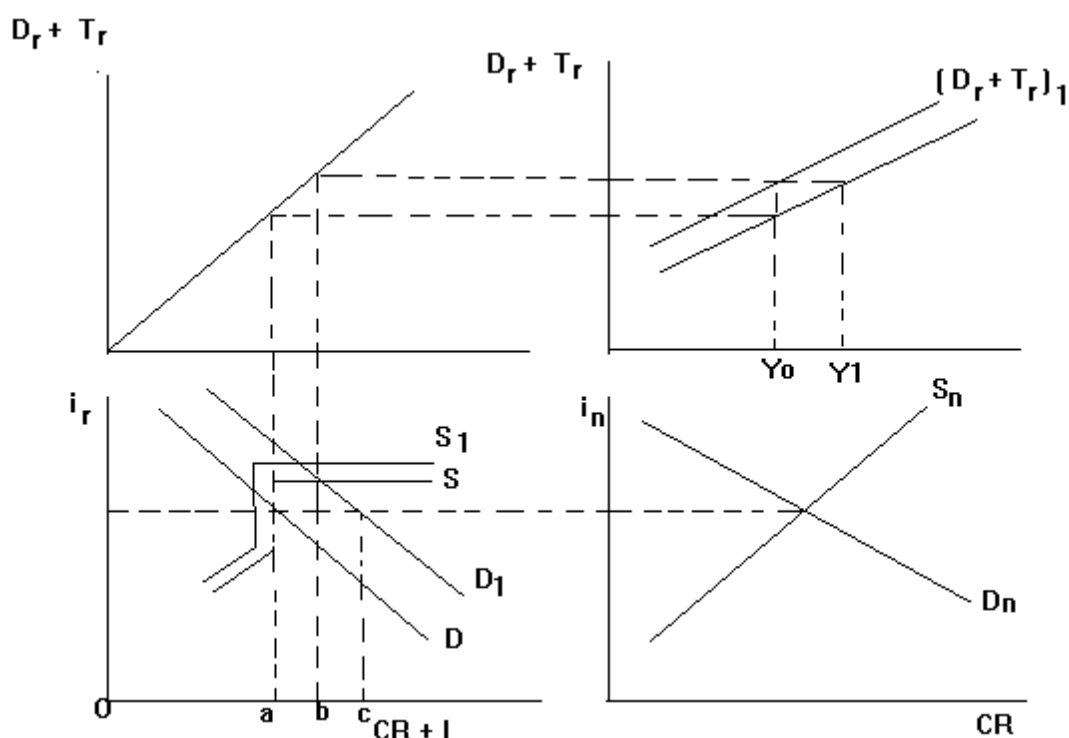


Gráfico n° 3.6. Mercado regional de crédito bajo la hipótesis keynesiana.

Este modelo permite una aproximación a las diferencias de tipos y al mismo tiempo a los fenómenos de racionamiento del crédito que parecen ser más característicos de las crisis regionales.⁸⁷ Sin embargo, merece ser revisado, por una parte, porque presenta una cadena de causalidad que es completamente ajena a la de una economía empresarial y, por otra, porque es necesario adaptar el supuesto institucional de banca regional que late en el fondo del mismo. Esa revisión ha sido en buena medida llevada a cabo por Dow,⁸⁸

⁸⁷ Harrigan and MacGregor, 1987, p. 364.

⁸⁸ Dow, 1987a.

introduciendo el concepto clave del riesgo regional diferencial en el funcionamiento de los mercados que es característico del enfoque del crédito.

Prescindimos de entrada del hecho de que el tipo de interés del mercado nacional se determina a partir del señalado por la autoridad monetaria y no directamente en el mercado de crédito para situarnos directamente en este último mercado. De acuerdo con la concepción de una economía empresarial y del motivo financiación de Keynes el paso desde un nivel de renta a otro superior tiene que iniciarse a través de una superior demanda de crédito porque es imposible que se base en fondos preexistentes, luego lo que tenemos es un desplazamiento de la demanda hasta D_1 , que para ser cubierta por la banca regional de acuerdo con su curva de oferta S requiere de financiación externa a un tipo superior. El resultado final será un nivel de depósitos O_b y de renta Y_1 correspondientes al nuevo volumen de crédito. Hasta aquí la revisión del modelo de Moore y Hill en función exclusivamente de la inversión del proceso de causación en la generación de un mayor nivel de renta. Ahora bien, si en lugar de una banca regional contamos con una banca “a lo largo del país” podemos pensar que en principio su oferta es perfectamente elástica al tipo de interés fijado en el mercado nacional, de manera que el crédito puede expandirse hasta O_c . Sin embargo, en la medida en que el peso de la región en el área monetaria sea elevado y de que exista sincronización del ciclo coyuntural cabe esperar una progresiva revisión al alza de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria de forma que muy bien puede ocurrir que la nueva oferta sea la representada por S y la cantidad de crédito igual a O_b ; pero obsérvese que bajo esos mismos supuestos en el caso anterior el crédito concedido se hubiera situado ente a y b . La conclusión que se obtiene es por lo tanto es que tanto la existencia de una banca “a lo largo del país” como la falta de sincronización del ciclo regional y el reducido peso de la región de referencia facilitan la expansión de la economía. Obsérvese que para llegar a una conclusión distinta en lo que a la estructura bancaria se refiere nos veríamos obligados a suponer que la banca no regional tiene una percepción tan defectuosa del riesgo y de la información que desplaza fuertemente su

curva de oferta hacia arriba,⁸⁹ pero hay escasas razones para suponer ese comportamiento, máxime si pensamos en que también la banca no regional puede tener una estructura descentralizada y en que dada la coexistencia de los dos tipos de intermediarios sería tanto como suponer que no viven en el mismo espacio económico.

Dentro de este mismo modelo se pueden ilustrar también los efectos de la mayor preferencia por la liquidez característica de las regiones periféricas que ha sido discutida anteriormente. En el esquema original de Moore y Hill la inversión en el exterior (I) se asocia con el crédito cuando nosotros tendríamos mas bien a considerarla como una colocación más de activos líquidos. Así pues, de acuerdo con ello ahora podemos suponer que para un nivel dado de renta Y_0 , hay una demanda suplementaria de liquidez que se destina a los mercados financieros del centro con lo que para un nivel de liquidez interna de O_a se precisa un volumen de crédito de O_b , que sólo se obtendrá con una elevación de tipos de interés tanto en el caso de una banca regional como en el caso en el que por razones del ciclo o de la percepción del riesgo regional la oferta de crédito se haya desplazado hacia arriba. Así, se pone de manifiesto que la preferencia por la liquidez asociada a activos de fuera de la región muy bien puede tener consecuencias en los mercados regionales de crédito, bien porque, como en el modelo de Moore y Hill, refuerza directamente la demanda de crédito o bien porque de acuerdo con el esquema de Gurley y Shaw conduce a un mayor volumen de activos financieros.

Un aspecto esencial del enfoque del crédito que sólo hemos mencionado de pasada hasta el momento es el del riesgo regional. Si las condiciones financieras regionales están relacionadas con el crecimiento económico es porque existe una asimetría entre las regiones con una elevada solvencia y aquellas con una muy reducida.⁹⁰ La solvencia puede referirse a los agentes económicos o en general a la región misma, pero también a la banca

⁸⁹ Este es el supuesto que realiza Dow, 1993, p. 109

⁹⁰ Samolyk, 1991, p. 31. Esta autora introduce variables proxy como la deuda fallida para captar esa diferencia de condiciones financieras.

regional. De hecho en la primera versión del modelo de Moore y Hill veíamos como a partir de un determinado punto la oferta de crédito se volvía vertical debido al límite impuesto por los requerimientos de capital. En sentido más amplio cabría admitir la posibilidad de que los cambios en la percepción del riesgo regional ocasionen desplazamientos de la función de oferta, tal y como se refleja en el gráfico nº 3.6. Cabe pensar que esos desplazamientos son una respuesta directa a un progresivo deterioro de la solvencia indicado por variables como la deuda fallida utilizada por Samolyk. Sin embargo, cuando este tipo de fenómenos se refiere al clima económico general es cuando surgen precisamente los conceptos de “credit crunch” y de “capital crunch”. El “credit crunch” consiste en “ un desplazamiento significativo de la curva de oferta de crédito bancario hacia la izquierda, manteniéndose constante el tipo de interés de los activos sin riesgo y la calidad de los prestatarios potenciales”.⁹¹ El “capital crunch”, por su parte, deriva de la necesidad de reducir la cartera de préstamos para adecuarla a unos recursos propios que han resultado disminuidos por los fallidos anteriores. Es decir, que en este segundo supuesto el elemento determinante no es la pérdida de depósitos sino la descapitalización derivada de la falta de solvencia. En estos casos estamos por lo tanto en presencia de genuinos fenómenos de racionamiento del crédito que habrán de dificultar los procesos de crecimiento regional afectando además en mayor medida a los nuevos proyectos que a las actividades en curso que tienen abiertas líneas de crédito susceptibles de ser encarecidas pero no tanto restringidas.⁹² La experiencia de algunas regiones, como la de Nueva Inglaterra en Estados Unidos, demuestra que en muchos casos la caída del precio de los activos y la concentración sectorial de éstos desempeña un papel clave en los procesos de restricción crediticia y también que la mejor manera de evitar el “credit crunch” es limitar el crecimiento durante la fase especulativa.⁹³

⁹¹ Torrero, 1993, p. 209.

⁹² Gaskin, 1960, p. 155.

⁹³ “ No estará de más recordar que los problemas fundamentales que han provocado la inestabilidad del sistema bancario de los Estados Unidos no se ha producido por la financiación diversificada de actividades

Diferenciación regional de tipos de interés y estructura bancaria

La experiencia de los Estados Unidos parece demostrar que a lo largo de un proceso de integración monetaria se manifiestan divergencias de tipos de interés que incluso tienen que ver con la propia estructura de la banca central,⁹⁴ pero también que esas diferencias convergen a lo largo del tiempo: así, si en 1890 existían diferencias que se acercaban a los cuatro puntos, hacia 1960 se habían reducido ya a alrededor de un punto.⁹⁵ La configuración de mercados financieros integrados y la posibilidad de arbitraje tiende necesariamente a eliminar las diferencias de tipos de interés no sólo para aquellos instrumentos que se negocian en ellos sino para la generalidad de los activos financieros. Ahora bien, de acuerdo con el enfoque del crédito nosotros hemos concluido que en los mercados regionales de crédito todavía subsisten posibilidades de diferenciación de tipos que junto a fenómenos de racionamiento hacen relevante el análisis de las repercusiones de las condiciones de financiación en el crecimiento regional.

Recordemos que el modelo teórico sugiere mayores tipos de interés como consecuencia de la presión de la demanda de crédito necesaria para lograr una expansión de la renta y eventualmente también como consecuencia de una tendencia a satisfacer la preferencia por la liquidez mediante activos exteriores; y que dichas tendencias tenderían a ser exacerbadas por una banca regional y amortiguadas por la existencia de una banca “a lo largo del país”. Pues bien, para conseguir una visión que integre mejor la predicción de los modelos y la realidad conviene repasar ahora las conclusiones a las que ha llegado una relativamente abundante literatura que, desde una perspectiva más bien empírica aunque entremezclada con argumentos teóricos, ha analizado las diferencias regionales de tipos de interés y su relación con la estructura bancaria.

productivas, sino por la concentración excesiva en líneas de negocio en las que la utilización de financiación bancaria ha tenido un alto componente especulativo.”(Torrero, 1993, p. 224).

⁹⁴ Alberdi, 1989

⁹⁵ Davis and Banks, 1965.

Como ocurre en general con todo el tema de la financiación regional hasta fechas recientes, la mayor parte de la literatura se refería a la experiencia de Estados Unidos, con algunas escasas referencias a la existencia de distintas condiciones de los mercados de crédito en otros países.⁹⁶ Este hecho, como se ha sugerido más arriba, no es casual, porque apenas existen ejemplos comparados de procesos de integración monetaria de espacios económicos de dimensión y complejidad semejantes. Al menos no han existido hasta la reciente experiencia de integración monetaria de los países de la Unión Europea, que comienza a generar un creciente interés por el tema.

El punto de encuentro de todas las reflexiones sobre esta materia parte del reconocimiento de la existencia de diferencias regionales de tipos de interés y de interrogarse sobre si las mismas tienen como consecuencia una mala asignación de los recursos económicos. La respuesta a esa cuestión entraña desde luego explicar las causas de las propias diferencias, y en este sentido se han analizado diversos factores, que podríamos agrupar, por una lado, en la estructura bancaria, distancia y costes de transacción, y por otro, en riesgo, flujos financieros y crecimiento económico. Esos dos bloques cubren eventuales causas explicativas que tienen profunda relación entre sí como veremos a continuación.

El primero de los factores, la estructura bancaria, viene siendo objeto de comentario permanente a lo largo de toda la exposición anterior, en la medida en que comprende también el carácter regional o nacional de la banca. Pero además de ese hecho de cuya relevancia hemos dado ya cuenta,⁹⁷ hay también evidencia de que las condiciones de los mercados de crédito tienen que ver con el número de entidades y con la dimensión de las mismas. Sobre la primera de las cuestiones las opiniones están divididas, pues mientras algunos autores encuentran que los tipos de interés están relacionados directamente con el

⁹⁶ Gaskin, 1960, por ejemplo, se refiere a las existentes entre Escocia e Inglaterra.

⁹⁷ Una constatación significativa en cuanto a la importancia de la banca "a lo largo del país" frente a la banca regional nos la da el hecho de que según la experiencia del mercado hipotecario de los Estados Unidos los diferenciales espaciales de tipos son superiores en los préstamos convencionales frente a aquellos en los que interviene la Federal Housing Administration. (Véase Davis and Banks, 1965).

número de bancos, para otros esa variable es insignificante.⁹⁸ En cuanto al tamaño y siempre en referencia a la experiencia americana, parece que en áreas urbanas con bancos pequeños las fusiones mejoran la estructura bancaria y reducen los tipos de interés porque a pesar de las fusiones la concentración sigue siendo baja.⁹⁹ Para comprender mejor esta tesis, el lector no familiarizado con la estructura bancaria americana debe tener en cuenta que los fuertes límites a la expansión bancaria que en diferentes grados, llegando incluso a la prohibición de sucursales, se ha practicado en todos los estados ha conducido a una enorme atomización del sector, como lo muestra el hecho de que en 1980 hubiera un total de 14.560 bancos,¹⁰⁰ y que en 1997 su número ascendiera todavía a 9215, de los cuales casi 6000 tenían menos de cien millones de dólares de activos.¹⁰¹ Todo ello da a entender que la concentración de la que se trata es de unidades de muy pequeña dimensión que conforman mercados muy competitivos.¹⁰²

La distancia y los costes de transacción superiores de los bancos ajenos a la región ha sido también un factor estrechamente ligado a la estructura que ha sido objeto de atención en orden a explicar las diferencias de tipos. La hipótesis subyacente aquí es la de que la distancia física respecto a los mercados financieros centrales es un elemento explicativo de esta diferencia, algo que parece confirmado para la experiencia americana, si bien la mejora de las comunicaciones y la emergencia de otros centros financieros se citen como causas de que ese factor haya perdido vigencia con los años.¹⁰³

A pesar de que ese conjunto de factores estructurales se mencionen reiteradamente al objeto de dar cuenta de las diferencias espaciales en el precio del dinero, lo cierto es que la inclinación general de los analistas ha sido la de considerar que es el segundo grupo de factores que gira en torno al riesgo el que tiene mayor importancia. La diferenciación de

⁹⁸ Scheweiger and Mcgee, 1961; es un ejemplo de la primera de las posiciones y Meyer, 1967, de la segunda.

⁹⁹ Meyer, 1967, p. 48

¹⁰⁰ Alberdi, 1989, pp. 110-111.

¹⁰¹ Pollard, 1999, p.52.

¹⁰² En una referencia ya algo lejana (1955) se menciona el umbral de 110 millones de dólares de depósitos a partir del cual la concentración deja de suponer ventajas en los tipos de interés. (Meyer, 1967).

¹⁰³ Schaff, 1966 y Ostas, 1977.

acuerdo con esta línea de pensamiento no deriva básicamente de la imperfección de los mercados y no significaría distorsiones en la asignación de recursos sino una respuesta proporcionada a los diferentes riesgos en presencia.¹⁰⁴ La evidencia que se cita mayoritariamente a este respecto es la del mercado hipotecario en el que se aprecia que los tipos responden a menudo a diferente peso del préstamo en el valor del inmueble¹⁰⁵ o a la mayor carga que el mismo representa en la renta familiar.¹⁰⁶ Una vez que se ahonda en el estudio del riesgo como factor diferencial enseguida se percibe que el mismo está estrechamente relacionado con las necesidades de capital y con el crecimiento relativo de las distintas regiones.¹⁰⁷ Así pues, las presiones de la demanda propias de un crecimiento económico pujante se traducen - recuérdese el modelo expuesto antes - en una elevación de los tipos de interés, pero en esa subida se confunden de alguna manera la mayor demanda con unas condiciones de oferta más duras que se corresponden con un riesgo regional más elevado. A pesar de la confirmación de esa relación entre crecimiento, riesgo y tipos, no parece estar claro cual es el papel de los movimientos interregionales de capital, porque algunas contrastaciones empíricas no encuentran evidencia de que los mismos respondan puntualmente a la mayor rentabilidad.¹⁰⁸

La experiencia americana queda ya lejana en el tiempo, cuando el proceso de integración montaria europeo comienza a proporcionarnos una referencia más directa y cercana y por ello más interesante. El proceso de convergencia nominal de los países europeos ha sido mucho más exitoso de lo que nadie hubiera esperado cuando se inició, sobre todo por los progresos realizados por las economías más inflacionarias.

Como se muestra en el gráfico nº 3.7, tan pronto se ha producido la fijación irrevocable de los tipos de cambio se ha logrado una alta convergencia de los tipos de

¹⁰⁴ Winger, 1969 y Schaff, 1966.

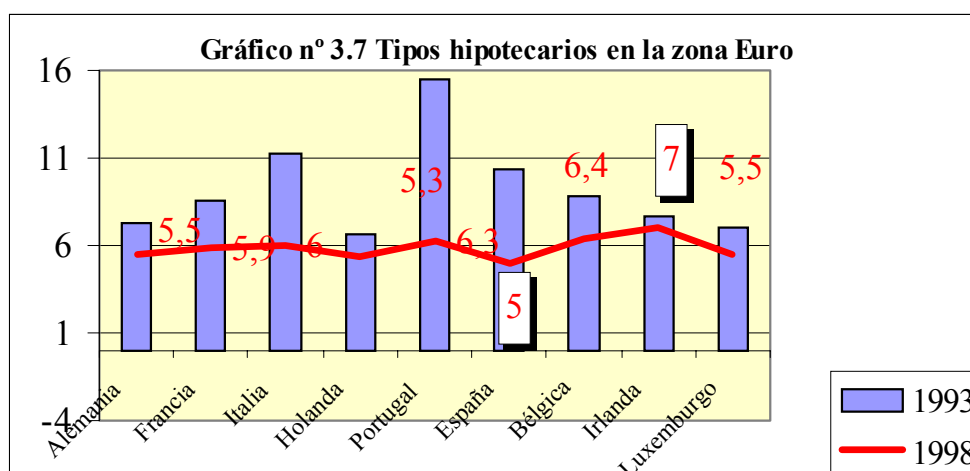
¹⁰⁵ Schaff, 1966.

¹⁰⁶ Ash and Bell, 1991.

¹⁰⁷ Winger, 1969 y Davis and Banks, 1965.

¹⁰⁸ No existe correlación entre los depósitos de un distrito y los diferenciales de tipo de interés registrados con los demás, según se confirma en Cebula y Zaharoff, 1974.

interés a largo plazo, lo que parece sugerir que, sin duda debido a que las condiciones técnicas y económicas han cambiado mucho, la unión monetaria europea ha recorrido en un año un camino que la unión estadounidense le llevó un buen tiempo. Pero sin duda es cierto también que la imagen que dan unos tipos a largo representativos de la deuda quizá no tienen mucho que ver con los practicados por las sucursales bancarias a lo largo de la geografía europea, según veremos a la luz de algunos datos de países.



A pesar de que los niveles de concentración bancaria en la mayoría de los países de la Unión Europea son muy elevados, con la excepción de Alemania, Italia y Luxemburgo, los cinco primeros bancos absorben entre un 40% y un 80% de los activos totales,¹⁰⁹ lo cierto es que, como ya señalábamos más arriba, a escala europea se puede decir que el sistema bancario también registra un notable fraccionamiento, con la existencia de 8.249 entidades (abril de 1999), y sobre todo una muy escasa internacionalización, ya que sólo el 10% de los activos corresponde a entidades de otros países de origen.¹¹⁰ Esto justificaba que dijéramos que para la región europea representativa el sistema bancario estaba a medio camino entre una banca “a lo largo del país” y una banca fragmentada sobre bases estatales.

¹⁰⁹ European Central Bank, 1999a

¹¹⁰ European Central Bank, 1999

Por otra parte, un análisis de la estructura bancaria de Alemania, Francia e Italia, muestra que el nivel de competencia es bajo comparado con el de la banca de Estados Unidos. De hecho, se detecta que en Alemania y Francia existe competencia monopolística en la gran banca y monopolio en los bancos pequeños, mientras que en Italia la competencia monopolística es característica de todos ellos.¹¹¹ Todo parece indicar que la estructura y geografía de la banca tiene una incidencia en las condiciones de financiación.

En el caso de Italia, los niveles de presencia bancaria, medida por la ratio oficinas/habitantes, son en las regiones del sur la mitad de los de las regiones del norte, y sus indicadores de eficacia son sensiblemente peores. La existencia de unos tipos de interés más elevados, en torno a un 20%, se explica por un conjunto de causas que ya han salido a relucir más arriba: baja rentabilidad de los prestatarios y alta percepción del riesgo, mayores fallidos y una peor monitorización de los créditos.¹¹² Además, se confirma otro hecho significativo, y es que mientras apenas se dan diferencias regionales en las remuneraciones de los depósitos, las que existen en los créditos son significativas, de hecho mayores a ese 20% que por término medio distinguía al sur del norte.¹¹³

La propia concentración bancaria que es norma en la Unión, con excepciones significativas como la de Italia, supone que en general no es posible acceder a información regionalizada. Por eso, cuando nos aproximamos al caso español, debemos centrarnos en los datos de las Cajas de Ahorros que son los que conservan una significación regional.

En primer lugar vamos a pasar revista a datos de las Cajas del País Vasco en su comparación con la media española, para el periodo 1983-1990; ¹¹⁴para después completar

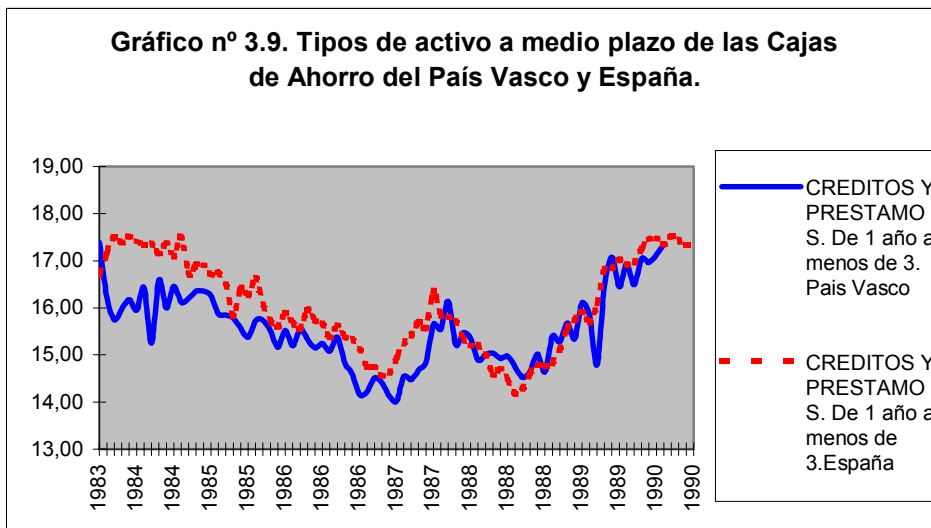
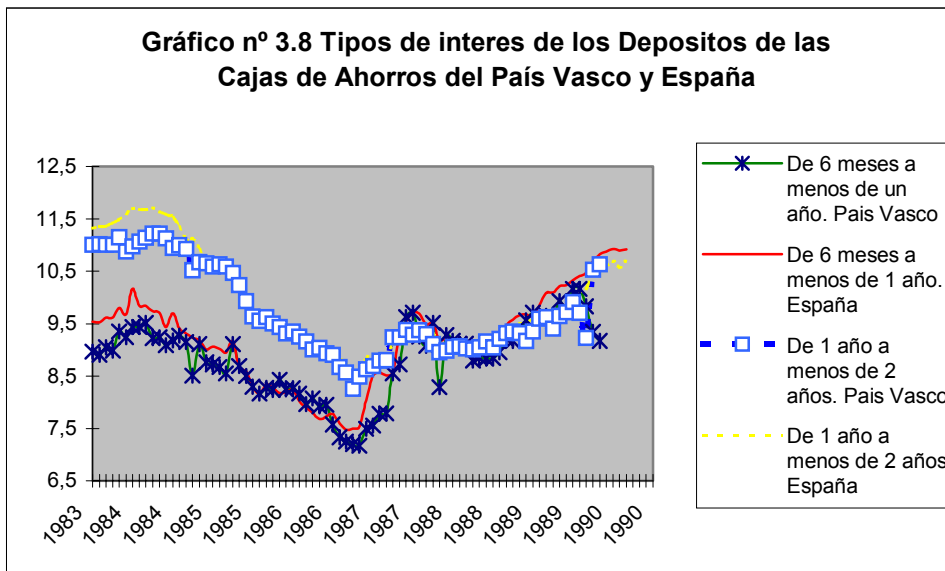
¹¹¹ De Bandt and Davis, 1999.

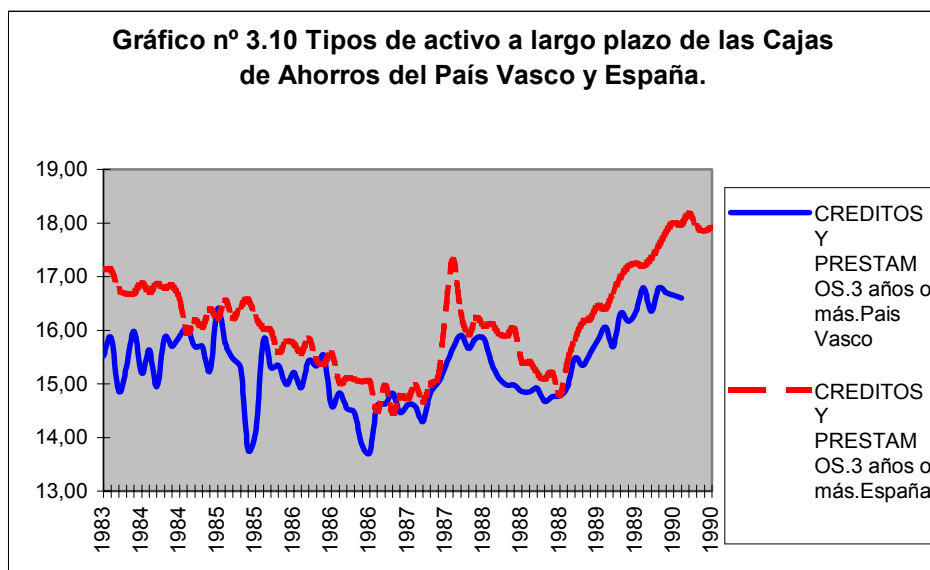
¹¹² Alessandrini and Zazzaro, 1999, p.77-78

¹¹³ Alessandrini and Zazzaro, 1999, p.89.

¹¹⁴ Esta información se ha obtenido tras un rastreo de las series estadísticas que a lo largo de varios años - la serie comienza en diciembre de 1983 y termina en abril de 1990 - y bajo diferentes publicaciones fue dando a conocer el Departamento de Economía del Gobierno Vasco. En tanto que las de la economía española corresponden al Boletín Estadístico del Banco de España. De acuerdo con dichas fuentes hay que precisar que se trata de medias de los tipos practicados por todas las entidades sin ponderación alguna.

la visión que resulta de los mismos con un panorama del conjunto de las regiones para un periodo más breve pero más cercano en el tiempo.





La conclusión más inmediata que se saca de la serie del País Vasco es la de que efectivamente existe una diferenciación regional de tipos de interés, en este caso los practicados por las Cajas de Ahorros del País Vasco son regularmente inferiores a los de sus homólogas españolas. Pero veamos con más detenimiento esas diferencias comenzando por los tipos de pasivo.

A lo largo del periodo comprendido por la serie se observa en primer lugar una convergencia entre los tipos a más corto plazo y los de mayor duración. Los márgenes iniciales de dos puntos se fueron cerrando hasta desaparecer de la mano de las propias transformaciones de la coyuntura monetaria, sobre todo después de que la bajada de tipos tocase fondo en 1987, iniciando un periodo de restricción monetaria, altos tipos de interés y apreciación del tipo de cambio nominal y real que ya fue objeto de referencia en el capítulo anterior. Así pues, se cierran las diferencias entre plazos y mucho antes se cierran las diferencias entre las entidades vascas y las españolas, pues ya hacia 1985 convergen rápidamente de manera que la separación entre ambos sería casi imperceptible hasta el final de la década y la últimas observaciones contenidas en el gráfico.

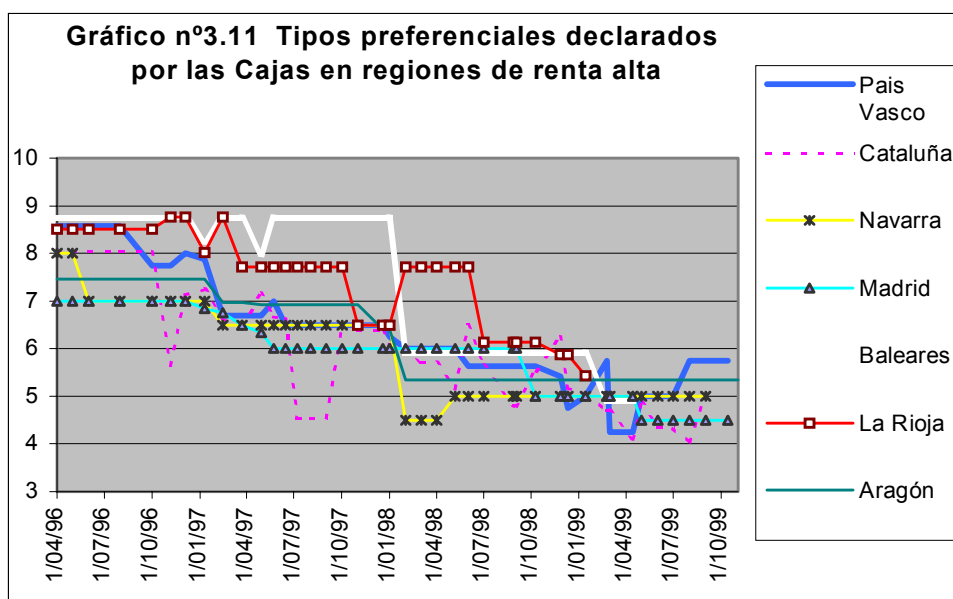
Tal y como ocurriera con el caso italiano, las diferencias eran aún mucho más acusadas en los tipos de las operaciones de activo al comienzo de los años ochenta. Los tipos practicados en el País Vasco partían de un nivel menor, pero mostraban una mayor resistencia a la baja, sobre todo los de las operaciones de mayor plazo, propiciando un acercamiento en los años en que el crecimiento de la economía vasca era más intenso, y adelantándose primero los tipos a largo para seguirles inmediatamente los tipos a menor plazo. Parece finalmente que la convergencia se mantiene bastante en los créditos de entre un año y tres, pero que las diferencias vuelven a ser una realidad en los créditos a largo en el final de la década.

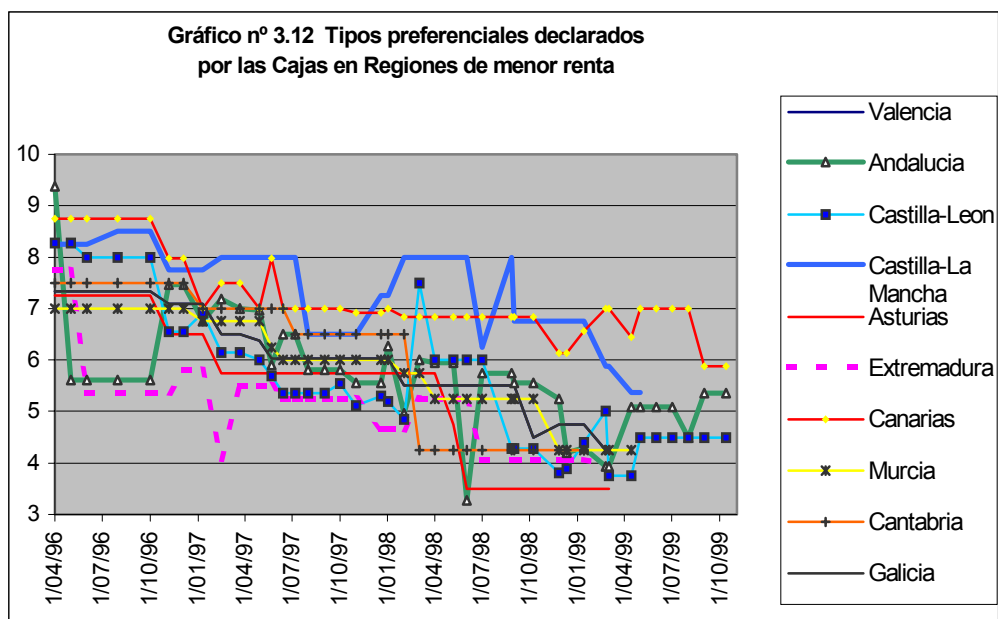
La interpretación de esta evidencia parcial sobre tipos de interés es difícil porque sin duda se concitan factores muy diversos. Sin embargo, creemos detectar una clara correlación entre el perfil cíclico de la economía vasca y española y el comportamiento observado. La economía vasca estaba en una situación francamente difícil en los primeros años ochenta, pero si su recuperación fue más tardía también fue más intensa en los años 1987-1988, lo que de alguna manera justificaría las tendencias descritas. No obstante lo anterior, también es cierto que los datos encubren importantes diferencias estructurales entre el largo y complejo número de entidades españolas y las bien definidas características de las Cajas de un país con una estructura profundamente urbana e industrial.

Para continuar explorando la existencia de diferencias en los mercados regionales de crédito vamos a extender ahora nuestro examen a los tipos declarados por las Cajas en la totalidad de las Comunidades Autónomas, siguiendo tres tipos representativos de su actividad como son el preferencial, el tipo efectivo hipotecario fijo y el tipo efectivo del crédito al consumo durante el periodo 1996-1999. El método de elaboración se basa también en las medias de los datos declarados por las Cajas individuales, pero hay que reconocer que puede presentar dificultades adicionales, debido a que las regiones grandes desde un punto de vista espacial son menos homogéneas y a que los datos no siempre

corresponden a la totalidad o a las mismas Cajas que operan en ellas. Ello puede explicar algunos dientes de sierra que aparecen en los gráficos que vamos a mostrar agrupados en dos bloques, el primero correspondiente a las regiones de renta alta y el segundo a las menos desarrolladas.

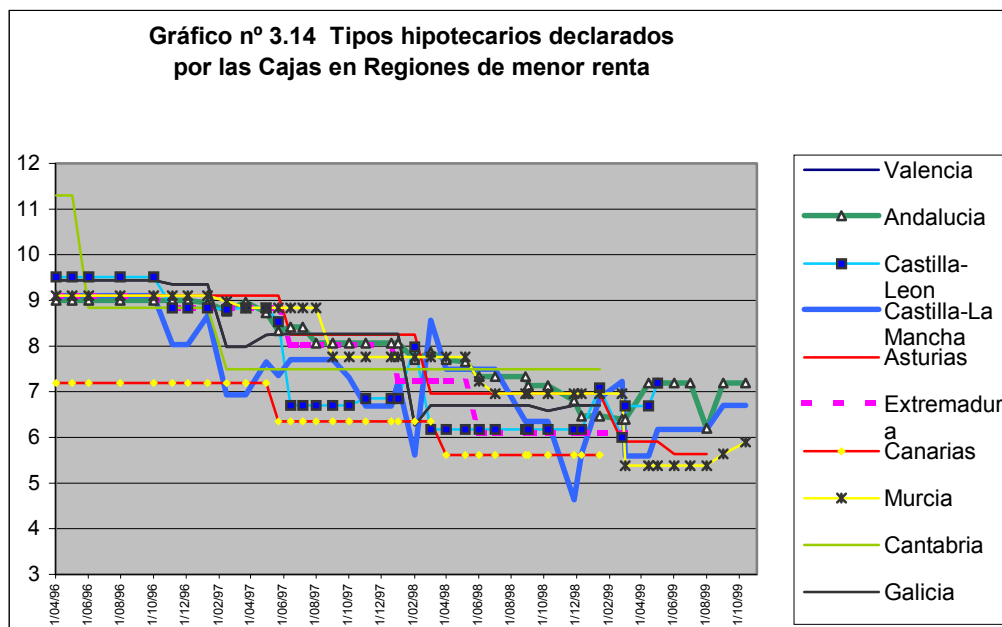
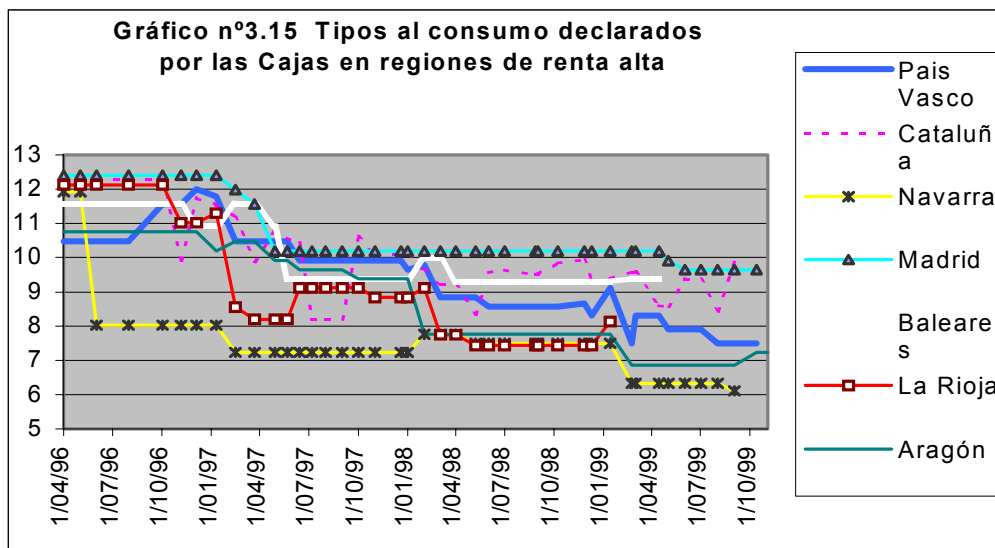
A diferencia de los tipos hipotecarios o de los tipos al consumo, los tipos preferenciales no se ciñen a un sector de la clientela, sino que son representativos de la actividad crediticia general de las Cajas. En este sentido puede decirse que resulta llamativo que sea en ellos en donde se manifieste una mayor divergencia territorial, especialmente entre las regiones menos desarrolladas.

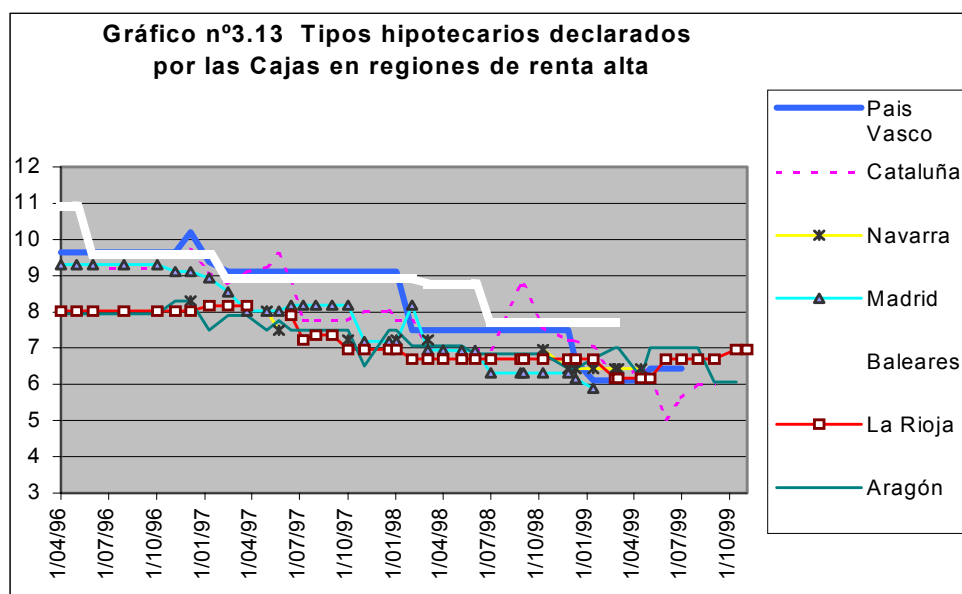




El periodo analizado se caracteriza por una reducción de los tipos de interés acorde con el proceso de convergencia nominal que acompañó al acceso a la tercera fase de la unión monetaria, y en tal contexto se observa una lógica tendencia a la reducción de las diferencias debida en parte a los menores tipos. Pero esas tendencias son menos claras entre las regiones de menor renta en las que, si bien los niveles medios de los tipos no son significativamente diferentes, se registra una mayor dispersión y falta de homogeneidad y un retraso en el proceso de convergencia de tipos hasta la horquilla del 4% al 6%.

Dentro de las regiones de renta alta, en cambio, y aunque durante un periodo se pudo observar que Baleares y La Rioja mantenían tipos más elevados, esa situación se fue corrigiendo paulatinamente hasta que la imagen final más próxima en el tiempo parece apuntar a que sólo el País Vasco muestre una tendencia relativa alcista que muy bien puede deberse a su ciclo coyuntural.

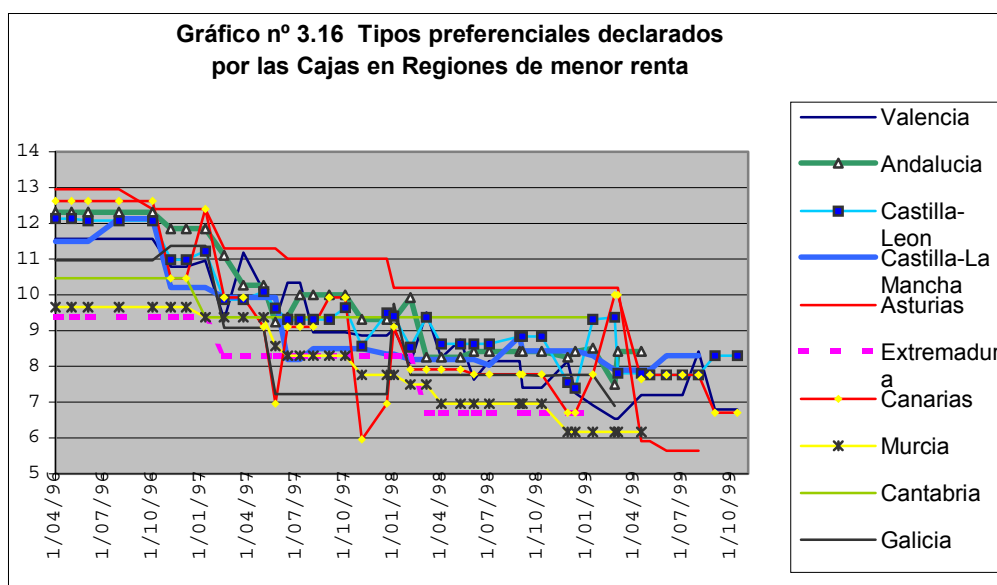




Los diferentes ciclos coyunturales deben jugar un indudable papel en las divergencias territoriales de tipos, pero también parece claro que hay otros factores estructurales que tienden a conformar mercados regionales de crédito diferenciados. Así, hay regiones como Extremadura, Asturias, Murcia, Castilla-León e incluso Andalucía, que muestran una tendencia a la práctica de tipos bajos, mientras que otras también de baja renta, como Canarias y Castilla La Mancha, se caracterizan por todo lo contrario. La persistencia de este tipo de comportamientos es la que sugiere la posibilidad de que se deban a características propias de la región. Una manera de comprobar esta hipótesis es el continuar con el examen de los otros tipos de interés. El caso de los tipos hipotecarios no puede sino confirmar algunas de las tendencias que emergían en el caso de los preferenciales, en particular en lo que se refiere a la reducción y a la convergencia, con un estrechamiento de las diferencias. Sin embargo, también plantea comportamientos novedosos, porque las posiciones de las distintas regiones se ven modificadas de forma substancial en lo que se refiere al nivel de los tipos, aunque bien es verdad que ahora dentro de una horquilla que es bastante más estrecha. Entre las regiones de renta alta, La Rioja, que tenía altos tipos muestra ahora un nivel moderado, mientras que Madrid, Cataluña y el País Vasco registran el comportamiento opuesto. Entre las economías menos

desarrolladas sucede lo mismo: Canarias o Castilla la Mancha que destacaban por altos tipos, tienen niveles más moderados en el mercado hipotecario, lo contrario de lo que ocurre en una economía tan importante por su tamaño como Andalucía.

Si finalmente consideramos los tipos practicados en los créditos al consumo, obtenemos una nueva perspectiva de los mercados regionales de crédito. Primero, porque efectivamente, frente a la convergencia de tipos propia del mercado hipotecario, se observa una variabilidad aún mucho mayor que la que presentaban los tipos preferenciales, sobre todo en el caso de las economías regionales de mayor renta. Segundo, porque en este caso se puede decir, como regla general, que los tipos son inferiores en las economías de menor renta.



El caso de los mercados de crédito de las regiones desarrolladas es llamativo porque muestra divergencia en lugar de convergencia. Regiones como Madrid, Baleares y Cataluña muestran una gran resistencia a la bajada de tipos; mientras que en el extremo opuesto se encuentran Navarra, La Rioja y Aragón, y en una posición intermedia el País Vasco. Dentro de las regiones de menor renta, también se observan casos algo extremos,

como los bajos tipos de Extremadura y Murcia, pero la tendencia general es hacia una mayor convergencia en torno al 8% para el grueso de las economías.

A modo de resumen, y a pesar de tratarse de un periodo corto de tiempo y de las dificultades de elaboración de los datos, parece claro que el comportamiento de los tipos de interés declarados por las Cajas en España caracteriza de forma marcada distintos mercados de crédito. El hecho de que los tipos hipotecarios muestren una mayor igualdad en todas las regiones, apunta precisamente a que este segmento del mercado es el que se encuentra más cercano a la idea de un mercado unificado. Pero las notorias divergencias que se observan en los tipos preferenciales y en los del crédito al consumo, muestran que la existencia de mercados regionales es un hecho, porque fuera del crédito hipotecario los problemas de información y la percepción del riesgo cobra una importancia decisiva. Ello puede explicar el hecho de que algunos de los mercados, que cabe presumir que son más competitivos, son los que practican tipos más elevados, porque su propio dinamismo plantea problemas informacionales y de valoración del riesgo que al parecer no son tan importantes en otros mercados.

III.3.- Financiación regional y estructura bancaria

El análisis general de la financiación regional ha tendido a concentrarse en los aspectos relativos a los flujos financieros y su relación con los centros financieros y la preferencia por la liquidez como fuente de diferenciación y de obstáculos para el desarrollo regional de las economías más atrasadas. El análisis llevado a cabo en este capítulo ha puesto de relieve la falta de plausibilidad de muchas de esas explicaciones que se centran en la debilidad de la base de depósitos de las regiones atrasadas como origen de unas peores condiciones para su financiación. En lugar de ello, parece que la estructura bancaria y la propia manera de ejercer la intermediación financiera tienen una incidencia directa en el precio y condiciones del crédito; aunque en la práctica resulta difícil distinguir estos

factores de las propias condiciones del tejido productivo, esto es, de la percepción del riesgo regional y del tipo de empresas que predominan. En este sentido, la evidencia sobre tipos de interés tampoco es concluyente, porque frente a casos como el de Italia hemos visto que la evidencia española no confirma la hipótesis de un mayor coste en la financiación en las regiones menos desarrolladas.

El énfasis de nuestro campo de estudio pasa de la teoría monetaria a la geografía económica, en línea con análisis recientes como el de Porteous, antes citado.¹¹⁵ Sin embargo, la existencia de costes de monitorización del crédito que crecen con la distancia (tamaño), como principal argumento en favor de una banca mixta, entendida como una combinación de bancos grandes y pequeños y también de bancos regionales y bancos nacionales, tampoco está exenta de dificultades. Por un lado, porque es posible la existencia de una descentralización de decisiones a medida de la clientela, y segundo, porque algunos ejemplos especialmente relevantes, como el de Italia, parecen demostrar que la existencia de una banca local no significa necesariamente un mayor compromiso crediticio en la región, y en consecuencia un menor racionamiento.

Vemos por lo tanto que los argumentos a priori a favor de la banca local no son definitivos, y que sin embargo comienzan a cobrar relevancia los que habitualmente se esgrimen en contra al la luz de la nueva etapa del desarrollo bancario. El primero, que el menor tamaño supone una menor diversificación del riesgo, algo extremadamente importante en la actividad de intermediación bancaria, aunque también es cierto que la regla del “too big to fail” no se observa con generalidad y que en muchos contextos institucionales las quiebras no han estado relacionadas con el tamaño. El segundo, que la nueva etapa en la que ha entrado el desarrollo bancario permite a los grandes bancos entrar en un nuevo ámbito de servicios financieros y mayores posibilidades de gestionar la

¹¹⁵ Porteous, 1995

liquidez, lo que les confiere una ventaja competitiva al tener mayor negocio y menores restricciones a la creación de crédito.¹¹⁶

De acuerdo con todo ello y con las conclusiones de los modelos del enfoque del crédito, las restricciones a las que se enfrenta la banca local son notables. Aún así, es perfectamente posible imaginar un posible papel para la misma, siempre que no esté constreñida por la liquidez y cuente con una buena base de depósitos y también con un conocimiento y relación profunda con los prestatarios de la región.

¹¹⁶ Dow, 1995, p.46.

IV.- EL DESARROLLO DE ESTADÍSTICAS FINANCIERAS: METODOLOGIA Y EXPERIENCIAS.

Una de las preocupaciones constantes a lo largo de este estudio de la financiación de las economías regionales ha sido la de buscar en la medida de lo posible vías de contrastación aplicada de los desarrollos teóricos. Por muy imperfectos que sean éstos y por pobre y difícil que parezca el acervo estadístico, se ha defendido el compromiso de un progreso basado tanto en pequeñas mejoras de los esquemas teóricos como de los aparatos estadísticos. Muchas de las discusiones analíticas de los capítulos precedentes, en general las referentes a aspectos reales de la economía (ahorro-inversión, estructura productiva, internacionalización...) eran susceptibles de ser ilustradas con datos concretos de una economía regional. En realidad, en muchos de los casos lo hicimos así a lo largo del capítulo tercero, simultaneando el debate general con datos reales por lo general concernientes a la experiencia internacional, a las regiones españolas, y a veces en especial a la economía vasca.

Las preguntas desgranadas a lo largo de los capítulos anteriores que precisaban una respuesta eran numerosísimas; la riqueza del acervo estadístico se adivinaba desproporcionadamente pequeña para darles siquiera una respuesta aproximada, de no ser que la misma se apoyara en meras conjeturas. Así pues, ante tal estado de cosas vale la pena ir más allá del estudio teórico para adentrarnos en algunas consideraciones acerca la metodología y estimación estadística de las cuentas financieras, instrumento indispensable para contrastar los modelos teóricos en el campo de la financiación regional.

IV.1. – La necesidad de cuentas financieras regionales

Aunque a estas alturas de la exposición debe estar clara la necesidad de un desarrollo del aparato estadístico en materia financiera, lo cierto es que la falta de atención que como

norma se ha prestado a este campo bien merece comenzar con un primer apartado en el que se recuerde el sentido y oportunidad de dicha tarea.

Una de las primeras cuestiones que hay que mencionar es la existencia de un conjunto de cuestiones de notable interés de las que nos hemos ocupado en apartados anteriores que ponen en conexión dos fuentes estadísticas diferentes, como son las Balanzas de pagos y las Cuentas financieras. El punto de encuentro entre ambas es el ahorro financiero de una economía, y además de ello, mientras la Balanza da cuenta de los mecanismos de ajuste real, la parte relativa a flujos de comercio, rentas y fiscalidad del modelo desarrollado en el capítulo II, las Cuentas explican los mecanismos del ajuste financiero del mismo modelo, de lo que nos hemos ocupado en el capítulo III. Es evidente que se trata de dos aproximaciones que son complementarias y que, como sabemos, presentan notables problemas cuando se abordan a escala regional.

La parte del ajuste real siempre ha gozado de mayor reconocimiento, pero no así la relativa al ajuste financiero, que es la razón final de ser de este estudio. Ya hemos visto que de acuerdo con los modelos teóricos los circuitos de la financiación pueden ser importantes, a lo que cabría añadir ahora otra cuestión relevante, y es el hecho de que los stocks de activos y pasivos financieros condicionan los flujos reales de gasto.

Hasta hace poco no sabíamos ni el saldo comercial de las economías regionales. La pregunta ahora podría ser: ¿De qué sirve conocer el ahorro financiero? La respuesta es que conocer el mecanismo de ajuste regional, esto es, si se basa en rentas de los factores, en la balanza fiscal, o en el crédito, nos informa sobre la sostenibilidad del comportamiento regional en el medio plazo. Se trata de tener un conocimiento cabal de los riesgos que puede entrañar una alteración de los mecanismos de ajuste estructural, fiscales o de otro tipo; y también de saber cuándo una región ha iniciado una escalada del crédito que puede comprometer su crecimiento futuro.

Por otra parte, no está claro que las regiones no puedan hacer nada en materia de estabilización. No cabe duda de que lo idóneo es que las políticas de estabilización se lleven

a cabo a escala europea y a poder ser mediante un diseño regional, ámbito en el que los riesgos de choques asimétricos es mayor; precisamente en la línea de los propuestos por Goodhart y Smith, 1993, siguiendo el precedente del informe MacDougall. Pero ello no significa que una región que tiene poder de decisión sobre una parte relevante del gasto público de una economía no deba orientar su política presupuestaria de acuerdo con el ciclo coyuntural, porque las Tablas Input-Output regionales muestran que aunque las filtraciones al exterior de su demanda sean elevadas no dejen de tener claros efectos.¹¹⁷

En última instancia no sólo se trata del saldo exterior de la economía y de sus componentes, también la distribución de los saldos de ahorro entre agentes es importante de cara a la financiación, porque puede agudizar la dependencia del crédito y porque los niveles de deuda de los agentes condicionan la demanda futura de las empresas y de los consumidores.

IV.2. – Metodología de las cuentas financieras regionales

En los capítulos anteriores se han dado abundantes referencias de estudios de flujos financieros entre las regiones españolas.¹¹⁸ Sin embargo, ahora que nos adentramos en la parte metodológica y empírica y en el estudio de las estimaciones más recientes de cuentas financieras, resulta obligado referirse de manera especial a un estudio pionero de la financiación regional en España: "Flujos financieros interregionales: Una aproximación al caso español".¹¹⁹ Con la perspectiva que da el paso del tiempo hoy se puede valorar ese estudio como una primera referencia necesaria en la que se han apoyado los desarrollos posteriores.

¹¹⁷ Véase a título de ejemplo Alberdi y Del Castillo, 1987

¹¹⁸ Entre otros cabe recordar: Álvarez Llano, 1980 y 1981, 1981a, Álvarez Llano y Andreu, 1978, Andreu, 1991, Cuesta González y García-Vedugo, 1998.

¹¹⁹ Castell y Sicart, 1980. Conviene mencionar así mismo que esas estimaciones se extendieron para el periodo 1975-1979, por Castells y Parellada, 1983; continuando una larga tradición de este tipo de estudios para el caso catalán.

Los autores abordaron la problemática de los flujos financieros interregionales a través del método de los flujos de fondos. Bajo ese nombre se conoce el sistema propuesto originariamente por el profesor Copeland,¹²⁰ que el denominó originariamente *moneyflows*. Como es conocido, lo que hoy en día entendemos por tal es un sistema de cuentas integrado que permite analizar los flujos financieros que se producen entre los diversos sectores institucionales de la economía, detallando los instrumentos que sirven de base para tales operaciones.

La definición de la metodología pasa por la consideración de tres apartados fundamentales: el sistema de cuentas, los agregados y el procedimiento de obtención. En cuanto a las *Cuentas*, se distinguen seis sectores, a saber: 1.- Bancos, 2.- Cajas de ahorro, 3.- Particulares y empresas, 4.- Otras instituciones financieras, 5.- Sector público, y 6.- Resto del mundo. Este último sector a su vez se desagrega en otros cinco subsectores: 6a.- Resto del Mundo. Sistema financiero, 6b.- Resto del Mundo. Sector público, 6c.- Resto del Mundo. Particulares y empresas, y 6d.- Resto del Mundo. Extranjero.

El saldo del último de los sectores tiene que igualar lógicamente el de los cinco sectores interiores. La razón de la desagregación de este último sector estriba en la extraordinaria importancia del Resto del Mundo en el caso de una economía regional.

En cuanto a los *Agregados*, se consideran diversos grupos de transacciones según los sectores intervinientes: depósitos y crédito son los instrumentos principales de Particulares y empresas y Entidades financieras, a los que hay que añadir las operaciones interbancarias, acciones y obligaciones; los fondos públicos son el instrumento del Sector Público a los que habría que sumar finalmente los propios del Extranjero y Banco de España dentro del Sector Resto del Mundo.

La primera cuestión de *Procedimiento* que se define es la relativa a la opción entre domicilio y territorio, que se decanta claramente por la segunda. A veces pueden no existir

¹²⁰ Copeland, 1952.

grandes diferencias entre ambos criterios (Cajas de Ahorro), pero queda claro que en principio el criterio básico es el territorial. La segunda de las cuestiones es la de considerar cifras netas o brutas. Aquí se opta por los valores brutos, al menos mientras ello sea posible. Hay que tener presente que los flujos netos pueden no coincidir en su expresión sectorial con los brutos, lo que justifica la solución apuntada.

El mercado de capitales es sin duda uno de los puntos claves que presenta importantes problemas ya que no se conocen por sectores las emisiones y suscripciones de los diversos activos. Ahora bien, teniendo en cuenta que el total de emisiones de la región menos el total de suscripciones de la misma es igual a la diferencia entre entradas (suscripción en el exterior de emisiones internas) y salidas de capital (suscripción por residentes de emisiones foráneas), ello quiere decir que al menos nos resulta conocido el saldo de entradas menos las salidas de capital de la región asociadas a cada instrumento.¹²¹ En el análisis del mercado de capitales se prescinde totalmente de las sociedades instrumentales. El crédito comercial se ha estimado de forma residual, como el saldo que equilibra las variaciones de activos y pasivos financieros con la cuenta de capital de particulares y empresas, y la partida de errores y omisiones se estima a partir de una imputación del saldo estatal en proporción a la suma de activos y pasivos.

Este último supuesto relativo al crédito comercial resulta posible porque previamente se ha establecido que el ahorro financiero neto se obtiene de una imputación del ahorro macroeconómico y la formación bruta de capital realizada en base a los depósitos bancarios.¹²²

Respecto a los métodos concretos de estimación hay que resaltar los más importantes de los utilizados. Bancos: se territorializan sus operaciones en función de los depósitos;

¹²¹ Siguiendo a Castell y Sicart, 1980, p.53, la demostración de este punto se ofreció ya en el capítulo II, dentro del apartado dedicado al modelo.

¹²² Aunque las lagunas de información son tan grandes que no hay más remedio que multiplicar los supuestos simplificadores, éste es sin duda un punto especialmente sensible a la crítica. En efecto, debe tenerse en cuenta que el agregado ahorro financiero que es quizá el principal producto a obtener de las cuentas resulta desfigurado bajo estos supuestos. En este punto se insiste también en la metodología del capítulo quinto.

excepto créditos (distribución sectorial del VAB), bonos de caja, financiación exterior (en función del crédito) e interbancaria (niveles activos y pasivos). Cajas: sin problemas por su dimensión territorial (lo que supone prescindir de las operaciones extraterritoriales que revelan los estados financieros). Otros: Cooperativas igual que Cajas y Compañías de Seguro en función de la recaudación por primas (estimada a través de una regresión entre recaudación y renta). Particulares y empresas: en primer lugar atendiendo a las contrapartidas de otros sectores, luego mediante análisis individualizado de las obligaciones y su territorialización en función de su efectiva presencia; finalmente, análisis de las emisiones corrigiendo por territorio y obtención de las suscripciones mediante diferencia entre emisiones totales y suscripciones de los demás sectores.

El conjunto de supuestos simplificadores que fue preciso realizar en un trabajo como el que comentamos es considerable, debido a la penuria informativa, que incluso al día de hoy sólo se ha subsanado en una cierta medida. No obstante, quizá la obtención directa del ahorro financiero, en lugar de como resultado de los movimientos de activos y pasivos, sea el punto más objetable.

El desarrollo estadístico experimentado desde la aparición de aquél estudio permite sin duda unas aproximaciones sobre bases metodológicas muy diferentes, como vamos a exponer a continuación. En lo que sigue vamos a tomar como referencia dos estudios más recientes que abordan, respectivamente, la estimación de las cuentas financieras del País Vasco y Cataluña, ya que ambos contienen aportaciones metodológicas y nos van a permitir también analizar los resultados e ilustrar así muchas de las consideraciones teóricas desarrolladas en los capítulos anteriores.¹²³

No se trata lógicamente de repetir aquí las metodologías, sino de describir la columna vertebral en las que las mismas descansan, de manera que a partir de ahí el lector

¹²³ Se trata de "Aproximación a las cuentas financieras de la economía vasca 1985 -1991" (Alberdi, Barrera y Olalde, 1994.) y de "Els fluxos de capital entre Catalunya i la resta del món (1990-1994)"(Caminal, 1997). Especialmente el primero de ellos que es el que se seguirá más de cerca tanto en su metodología como en sus resultados.

interesado pueda profundizar en la materia. En esta dirección, la primera cuestión que hay que señalar es que las cuentas financieras regionales no se emprenden sobre el vacío, porque se cuenta de partida con el marco de referencia de las cuentas financieras de la economía española, de la que toman la definición de sus agentes, instrumentos y supuestos, con las simplificaciones y adaptaciones que se estimen convenientes. A partir de ahí, se pueden señalar algunos criterios generales, que resumimos en los siguientes.

1.- Es de capital importancia, como ya se ha subrayado más arriba, la necesidad de evitar supuestos fuertes, como los relativos al ahorro financiero del sector privado que invalidarían toda la metodología.

2.-A pesar de que las emisiones son suscritas en parte en la región y en parte fuera de ella, y de que las suscripciones pueden también corresponder a valores regionales o a activos exteriores; tal y como se ha expuesto en el capítulo II, se puede probar siguiendo a Castell y Sicart, 1980, p.53, que su saldo refleja precisamente el de las entradas y salidas de capitales. Para hacer una presentación más general de las implicaciones de este punto, vamos a seguir ahora a Caminal, 1997, pero sin perder de vista el modelo desarrollado en el capítulo II. Si prescindiendo de la notación de los incrementos (Δ), definimos ahora E_{ij}^k como las emisiones *netas* del activo k , del sector residente i suscritas por el sector residente j ; y que E_{i0}^k son las emisiones netas de ese mismo activo suscritas en el exterior; y de la misma manera, S_{ij}^k S_{i0}^k son las suscripciones por parte del sector residente i de activos emitidos por el sector j y por el sector no residente, respectivamente. A partir de ahí, y recordando que $M + T + F = S - I$, podemos generalizar la ecuación general [6] del modelo a una multiplicidad de instrumentos y sectores, de la manera siguiente:

$$\Delta H = S - I + \sum \sum E_{ij}^k + \sum E_{i0}^k - \sum \sum S_{ij}^k - \sum S_{i0}^k$$

Esta igualdad del modelo supone que la variación de reservas se materializa en un activo que no está contemplado entre los k considerados. Si lo estuviera, es evidente que el incremento de reservas sería igual a cero ($\Delta H = 0$), y que

$$I - S = \sum \sum E_{ij}^k + \sum E_{i0}^k - \sum \sum S_{ij}^k - \sum S_{i0}^k$$

Es decir, que la necesidad de financiación ($I - S$) es igual a la diferencia de emisiones y suscripciones, independientemente de que correspondan o no a sectores residentes. Esta es una conclusión que permite calcular el saldo exterior aun cuando no se conozca el detalle de la distribución entre sectores residentes y no residentes.

3.- Los créditos y los depósitos territorializados son datos fundamentales, hasta el punto de que en 1989, año de partida de uno de los estudios, representaban el 93% y el 89% de los activos y pasivos de la banca, lo que reduce considerablemente la parte desconocida. No obstante, esta situación ha cambiado con el auge de los fondos de inversión en los años noventa, por lo que se precisaría una actualización de las estadísticas incluyendo estos pasivos.

4.- El papel de la banca es muy importante, por lo que hay que tener especial cuidado en su tratamiento. En general todos los trabajos coinciden en adoptar el supuesto de imputar activos y pasivos en base a depósitos, pero el problema de estimar un dato clave como es el del saldo del mercado interbancario obliga a hacer una excepción de la primera premisa relativa al ahorro financiero. En realidad, lo que estamos haciendo es tratar de estimar la variación de reservas de nuestro modelo (H) en el que no se incluía actividad real por parte de la banca (S e I no aparecían en el sector); así que lo que hacemos es estimar $S-I$, (que depende de la Renta Bruta disponible, el consumo y las inversiones fijas del sector), y en base a Cr y D los otros activos y pasivos.

La estimación del saldo regional (S - I) del sector en base a su actividad parece un supuesto razonable, ya que se trata de cifras relativamente pequeñas frente a las de los activos y pasivos del sector, y es la única manera de atribuir a las operaciones interbancarias el papel de partida de ajuste, algo que es de la máxima importancia.

5.- Esta metodología de estimación de la banca supone que se pueden cometer errores en la estimación del saldo exterior del sector con los demás sectores, pero no en el del conjunto de la economía, pues se compensarán con la estimación del saldo del sector privado, de acuerdo con lo expuesto en el punto 2 anterior.

6.- Existen numerosas fuentes estadísticas que se pueden explotar, entre las que cabe destacar:

- Información completa de los intermediarios financieros regionales (Cajas y cooperativas).
- Estados financieros T y A (trimestrales y anuales): T , 4, 5, 6, 7. Cartera de valores, crédito y depósitos por sujetos, por finalidades y por provincias.A-6: cartera de valores del sector privado en las cajas.
- Sector público (administraciones territoriales y regionalización de cuentas del Estado)
- Estadísticas tributarias del impuesto sobre el patrimonio (valores) la renta (intereses) y sociedades (activos y pasivos)
- Central de Balances y Registro Mercantil
- Censo de inversiones y flujos con el exterior
- Registro de Caja del Banco de España
- Distribución regional de las primas de seguros UNESPA
- Emisiones y suscripciones.CNMV

Frente a la realidad en la que se movieron las estimaciones pioneras, los puntos de apoyo son hoy mucho más sólidos e importantes. Es verdad que la experiencia del País Vasco, en particular, puede entrañar algunas singularidades informativas; pero también que las fuentes de información podrían mejorar en gran medida si existiese una voluntad y concierto institucional para su desarrollo (colaboración de la autoridad monetaria, de las autoridades financieras de las Comunidades Autónomas, de las entidades privadas, etc) por no citar la posibilidad de operaciones estadísticas ad hoc, como podría ser la investigación de la riqueza financiera de las familias, que ya existe en países de nuestro entorno.

IV.3. – Resultados de algunas experiencias

Tal y como hemos insistido, nuestro interés con estas experiencias es ilustrar cuestiones que se han ido planteando de forma general en los capítulos anteriores, como son el sentido de los flujos financieros, la estructura financiera y la preferencia por la liquidez o la diferenciación regional de tipos, en la confianza de que la interacción entre análisis teórico y aplicado sea fructífera y abone el camino de ulteriores progresos.

Ahorro financiero y cuentas reales

No cabe duda en efecto de que uno de los resultados más significativos de las cuentas financieras es el de la posición de la región frente al resto del mundo, es decir el ahorro financiero neto del conjunto de los sectores residentes. Debido a ello y a que el criterio de imputación de este agregado en función de los depósitos cuestiona en principio el resultado obtenido, nos parece oportuno comenzar el análisis de resultados realizando un repaso de lo que las estadísticas e investigaciones del lado real de la economía nos dicen acerca de la posición exterior de las economías regionales analizadas.

En el caso de Cataluña, hay que decir que las estimaciones del ahorro financiero para el periodo 1990-1994 muestran una alta variabilidad, alternando signos positivos y

negativos de un orden del 8% del PIB. En principio esas cifras resultan difíciles de compatibilizar con las provenientes del sector real de la economía, que nos hablan de un excedente exterior persistente, que las diversas fuentes (Instituto de Estadística de Cataluña y Fundación BBV) sitúan en torno a un 8% o 9% del PIB, y con la estimación de flujos asociada al sector público que representan unas salidas de entre el 6% y el 10% del PIB.

Cuadro nº 4.1 AHORRO FINANCIERO NETO DE CATALUÑA.					
En % del PIB					
	1990	1991	1992	1993	1994
Entidades de crédito	-0,6	4,1	-1,2	-10,2	-0,8
Bancos	0,3	7,4	1,9	-5,5	0,0
Cajas	-0,9	-2,4	-3,1	-4,7	-0,8
Resto sector privado	1,3	3,5	-0,2	1,1	1,1
Mercado valores	-1,0	-2,1	-4,9	-2,5	-2,6
Transacciones con el extranjero	4,1	7,7	5,1	4,2	2,8
Sector público residente	0,5	0,5	1,0	0,4	0,1
Comunidad Autónoma	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,2
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,8	0,1	0,3
Saldo exterior neto	1,2	8,2	-0,3	-8,7	0,4
<i>Flujos fiscales</i>	<i>-10,2</i>	<i>-10,0</i>	<i>-8,8</i>	<i>-5,8</i>	<i>-6,9</i>

Fuente: Caminal, 1997, Parellada, 1997 y elaboración propia

De acuerdo con las estimaciones de la parte real de la economía, cabría esperar que el ahorro financiero neto se situara en cifras moderadas y no tan variables como las que arrojan las cuentas financieras. Como podemos comprobar, tanto el signo como la variabilidad del ahorro financiero neto están determinadas por el comportamiento del sistema bancario, en concreto por el subsector banca; porque en general los demás sectores muestran saldos reducidos y estables. Sin embargo, es difícil avanzar una explicación de las posibles causas de esos desajustes, porque en principio el tratamiento metodológico de la banca es similar al propuesto en las cuentas financieras de la economía vasca, en las que no se presentan los mismos problemas. Quizá a pesar de su manifestación sectorial, el

origen de los desajustes está en la arquitectura global de todas las cuentas, habida cuenta de las interdependencias de todo sistema contable.

Las estimaciones del ahorro financiero de la economía vasca, como vamos a ver a continuación, parecen mas plausibles a la vista del comportamiento del sector real, aunque tampoco dejen de presentar dificultades de interpretación.

Cuadro nº 4. 2. AHORRO E INVERSION EN LA ECONOMIA VASCA				
1980 – 1993				
En % del PIB				
Año	Ahorro interior	Inversión	Saldo exterior	Ahorro financiero
1980	30,4	22,3	8,1	
1981	29,7	19,3	10,4	
1982	27,5	17,8	9,7	
1983	24,8	17,7	7,1	
1984	24,2	17,9	6,3	
1985	22,9	18,5	4,5	7,5
1986	22,0	18,2	3,8	7,4
1987	23,7	19,0	4,7	11,2
1988	26,2	20,3	5,9	8,1
1989	26,8	23,1	3,7	-1,2
1990	25,2	23,2	2,0	9,4
1991	23,1	24,2	-1,1	3,9
1992	21,7	22,8	-1,1	
1993	22,3	21,4	0,9	

Las Cuentas Económicas que elabora el Instituto Vasco de Estadística (Eustat) no incluyen la cuenta de renta ni la cuenta de capital del conjunto de la economía, de ahí que frente a los conceptos de ahorro nacional y ahorro financiero nos vemos obligados a manejar nuevamente los de ahorro interior y saldo exterior. Con todo, parece que no existen dudas acerca de los elevados volúmenes que históricamente y hasta fechas recientes ha venido alcanzando el excedente exterior de la economía vasca, tal y como han

mostrado todas las estimaciones realizadas hasta la fecha, algunas de ellas citadas ya en epígrafes anteriores.

Ahora bien, la pregunta obvia es la misma que nos formulábamos para el caso catalán; ¿cómo cambia ese excedente cuando incorporamos plenamente las rúbricas de las cuentas de renta y de capital?. O lo que es igual, cómo afectan las partidas correspondientes al saldo de la actividad del sector público y al saldo por rentas de los factores productivos, especialmente del capital. La dificultad de esta aproximación nos sugería precisamente una de las razones para abordar las cuentas financieras, porque el agregado ahorro financiero nos da al menos una respuesta al conocimiento del saldo

En lo que se refiere a la economía vasca, no cabe duda que la primera de las partidas ha sido, como en Cataluña, un flujo que neutralizaba en parte el excedente existente en bienes y servicios; pero que no impedía que el saldo corriente siguiese siendo considerable y que consiguientemente el saldo por rentas de los factores fuese significativamente positivo, como hemos visto más arriba en el cuadro nº 2.2, y como reiteradamente ha puesto de manifiesto la Renta Nacional de España y su Distribución Provincial.¹²⁴

Los datos de ahorro financiero sugieren efectivamente que la economía vasca registraba en el periodo 1985-1991 un importante saldo positivo, con la significativa excepción del valor negativo alcanzado en 1989, y también que el dato del final del periodo apunta hacia una clara reducción de dichos volúmenes.

En este sentido, lo primero que habría que decir es que la existencia de magnitudes de ahorro financiero situadas entre el 7% y el 10% parecen compatibles con las estimaciones de la Renta Nacional, que veíamos antes, e incluso no parecen excesivas dados los propios saldos de intercambios reales de las Cuentas Económicas en los ochenta, pero sí para los datos de los años noventa.

¹²⁴ Hoy a cargo de la Fundación BBV, que acaba de publicar la serie homogénea 1955-1993 y avances 1994 a 1997. Véase Fundación BBV, 1999.

Parece fuera de toda duda que el intenso proceso de capitalización de 1989 y el declive posterior son apreciados de muy distinta manera por las fuentes financieras y las reales. Para las primeras, el incremento de pasivos que acompañó a la capitalización fue tan importante que alteró significativamente la posición de la economía, y de igual manera el frenazo inversor y de crecimiento provocaría una súbita recuperación de los niveles de ahorro financiero en contra de las tendencias señaladas por las cuentas reales. En la explicación de estas divergencias puede jugar un papel importante el hecho de que las cuentas financieras, a diferencia de las reales, están obtenidas a partir de los saldos a finales de año, con lo que el menor desajuste temporal puede alterar significativamente los datos de flujos. Si este fuera el caso, la conciliación entre fuentes financieras y reales sería parcial, en el sentido de que se suavizaría el declive y recuperación del ahorro financiero de los años 1989 y 1990 pero se seguiría manteniendo una recuperación del agregado en los últimos años.

Cuadro nº 4.3. AHORRO FINANCIERO DE LA ECONOMIA VASCA							
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

La consideración del ahorro financiero desde el punto de vista de los agentes nos proporciona algunas claves interpretativas importantes del propio agregado de toda la economía. La primera de todas ellas es el singular papel que desempeña el sector público

en todo el periodo considerado, ya que sus niveles de déficit son francamente reducidos en la fase baja del ciclo e incluso muestra superávits en los años de mayor crecimiento. Aunque es algo que puede resultar llamativo, puede decirse que no se trata de una mera consecuencia metodológica sino que responde básicamente a la realidad. En efecto, dentro del sector público se ha considerado a toda la administración autónoma y a la seguridad social entendida en sentido amplio, lo que significa la inmensa mayor parte de las administraciones públicas, por más que el subagente administración central sea el que registra elevadas cifras de déficit en todo el Estado. Lo que late, pues, básicamente detrás de estas cifras es que el peso específico de la administración autónoma derivado del marco competencial definido en el bloque de constitucionalidad (Constitución y Estatuto) y basado financieramente en el Concierto Económico, y también su elevada sanidad financiera.

Al margen de ese importante rasgo diferencial que representa el sector público, es indudable que es el comportamiento de las empresas no financieras y las familias el responsable final del ahorro financiero de la economía. Ciertamente es el sector privado no financiero el que registra altas cifras de ahorro y un acusado diente de sierra en el momento del cambio del ciclo. Más aún, según las cuentas financieras, dentro de ese sector nos encontraríamos con unas empresas genuinamente deficitarias y con unas economías domésticas (y empresarios individuales no se olvide) muy saneadas. Estas últimas disfrutaron de elevados niveles de ahorro en la expansión y tras un considerable efecto reductor en la fase de mayor auge, presumiblemente debido a sus inversiones residenciales, recuperaron notablemente su posición acreedora. Las empresas por su parte incurrieron en significativas necesidades de financiación durante toda la fase ascendente del ciclo y ocasionalmente fuera de ella, se supone que por fallo de los ingresos, de manera que aunque tales necesidades se redujeron en algunos años nunca cambiaron de signo. La persistencia de las necesidades de financiación de las empresas y la importancia de su

cuantía frente a los excedentes de las familias configuran así otro de los elementos definatorios y diferenciales de la financiación de la economía vasca.

Las relaciones con el exterior

Una de las cuestiones más ampliamente discutidas en los capítulos anteriores ha sido la de las repercusiones de las relaciones con el exterior en la financiación regional; recuérdense la analogía del problema de la transferencia y los efectos de la satisfacción de la mayor preferencia por la liquidez en base a activos foráneos. A la luz de tales análisis, es evidente que resulta del máximo interés examinar desde el punto de vista empírico las relaciones con el sector exterior de una economía regional concreta como es la vasca.

En primer lugar, hay que advertir que dadas las limitaciones de la metodología del esquema de cuentas desarrollado, y a pesar de ser de gran interés, no contamos con una desagregación de los agentes que se incluyen en el sector exterior, sino sólo con el detalle de las relaciones que con la totalidad del mismo mantienen los sectores residentes y de los instrumentos que utilizan para ello. En cuanto a los sectores residentes, el cuadro nº 4.4 nos informa de que la recurrente financiación que el sector exterior ha obtenido de la economía vasca se ha canalizado fundamentalmente a través de las instituciones financieras, con la excepción de los dos últimos años en los que se invierte el signo, y de forma más reducida a través del sector privado no financiero.

Tanto en el detalle sectorial como en el de los instrumentos se observa un comportamiento de fuertes cambios en los tres años finales del periodo considerado, que se deben al impacto de las emisiones de pagarés forales que tuvieron lugar en dicho periodo y que merecen un comentario específico.

Cuadro nº 4. FINANCIACION OTORGADA O RECIBIDA POR EL SECTOR EXTERIOR DE LOS DISTINTOS SECTORES RESIDENTES							
(% del PIB)							
	1.985	1.986	1.987	1.988	1.989	1.990	1.991
<u>AHORRO FINANCIERO NETO</u>	-7,50	-7,38	-11,17	-8,11	1,21	-9,39	-3,78
Financiación neta otorgada a:							
A/B. Instituciones Financieras	-3,12	-7,93	-10,48	-2,19	-19,71	2,56	3,85
C. Administraciones Públicas	0,30	2,13	0,51	3,95	27,60	-9,87	-4,88
D. Empresas no financieras y familias	-1,70	-1,15	-2,25	-0,83	-4,33	1,40	-1,45
Otros	-2,98	-0,43	1,04	-9,04	-2,35	-3,48	-1,29

Cuadro nº 4.5. FINANCIACION OTORGADA O RECIBIDA POR EL SECTOR EXTERIOR SEGUN LOS DISTINTOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS							
(% del PIB)							
	1.985	1.986	1.987	1.988	1.989	1.990	1.991
<u>AHORRO FINANCIERO NETO</u>	-7,50	-7,38	-11,17	-8,11	1,21	-9,39	-3,78
VARIACION NETA DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS							
1y2.Efectivo y Depósitos	2,21	-4,39	-5,68	1,48	-23,27	10,09	5,20
3y4. Valores a corto plazo y Obligaciones	-5,85	-6,58	-3,38	2,04	21,55	-16,17	-9,96
5. Títulos de renta variable	-0,29	1,12	-1,80	-0,68	1,93	3,07	4,15
6. Créditos	-0,60	2,89	-1,31	-1,97	3,41	-2,83	-1,83
7. Reservas Técnicas de seguro	0,01	0,01	-0,04	0,06	-0,06	-0,07	-0,04
8. Otros	-2,98	-0,43	1,04	-9,04	-2,35	-3,48	-1,29

A finales de los ochenta, las Diputaciones Forales procedieron a la emisión de cuantiosos volúmenes de pagarés forales, activos financieros a corto plazo emitidos al

descuento y fiscalmente opacos que habían sido utilizados ya con profusión para la financiación del déficit estatal. En principio, el volumen que alcanzaron las emisiones netas puede parecer sorprendente, pero no lo son si se tiene en cuenta que las mismas no guardaron relación con las necesidades de financiación, sino que obedecían a la obtención de un margen positivo sobre su rendimiento implícito para el suscriptor mediante su colocación en depósitos de las entidades financieras.

La historia de los pagarés forales proporciona un magnífico ejemplo para ilustrar el debate sobre los flujos financieros y la movilidad del capital del capítulo 2. Se trata, en efecto, de un ejemplo paradigmático de alta movilidad de capitales en un espacio regional; pero de un movimiento que no responde a necesidades endógenas de crecimiento de la inversión o de la producción, sino a meros desplazamientos de stocks monetarios. Dichos movimientos alteraron la relación del sector público con el exterior, pero no su necesidad de financiación ni la del conjunto de la economía, porque la financiación obtenida por el sector público era inmediatamente colocada en el sistema bancario que la ponía nuevamente a disposición del sector exterior. En un área monetaria hubiera tenido lugar un aumento de las reservas, en una economía regional el propio sistema bancario recicla los fondos, porque no por el mero efecto de desplazamiento de stocks se generaron mayores necesidades de recursos en la economía vasca. La movilidad de capitales puede cambiar el volumen de los activos y las relaciones entre agentes, pero siempre tendrá un papel subordinado ante la endogeneidad del proceso económico.

En cuanto a los demás instrumentos, se registran flujos de no mucha importancia y de signo cambiante en general, de manera que no se sugiere ninguna canalización de fondos que adopte una vía específica y suponga un impacto significativo en potencia en la financiación del sector privado. A pesar de estas conclusiones, sin embargo, es conveniente contrastar estos datos con los de los saldos que encierran todo un comportamiento histórico y de los que como veremos resultan conclusiones también interesantes.

Endeudamiento del sector privado no financiero

Conforme a los datos anteriores, y aún tomando los mismos con el carácter de aproximación, la economía vasca en su conjunto y también sus sectores público y privado disfrutaban de una clara posición excedentaria, de manera que no parece que se tuvieran que enfrentar a restricciones exteriores ni siquiera ante una reactivación del proceso de capitalización. Pero además de esa posición del ahorro financiero podemos observar también otras vertientes de la financiación que nos informan sobre la situación financiera de fondo, en particular todo lo relativo al comportamiento de los stocks.

Como es ampliamente conocido, y se ha popularizado recientemente con motivo de los criterios de convergencia impuestos en el proceso de la unión monetaria europea, no basta con no presentar desequilibrios en términos de flujos si existen fuertes desequilibrios acumulados, es decir, en términos de stocks. Pues bien, si observamos los niveles de endeudamiento del sector privado de la economía vasca se advierte enseguida los bajos niveles relativos de endeudamiento y cómo los mismos se han mantenido a pesar del crecimiento de la inversión de finales de los años ochenta.

Cuadro nº 4. 6. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO						
	EMPRESAS Y FAMILIAS		EMPRESAS		FAMILIAS	
	Pasivos/Activos	Pasivos/PIB	Pasivos/Activos	Pasivos/PIB	Pasivos/Activos	Pasivos/PIB
1984	88,9	174,3	210,0	130,9	32,5	43,4
1985	86,5	167,4	199,5	126,2	31,7	41,2
1986	84,4	170,7	202,4	128,7	30,3	42,0
1987	82,2	171,0	192,2	130,4	28,9	40,5
1988	81,2	165,4	190,2	123,1	30,4	42,3
1989	85,1	177,7	182,4	130,2	34,5	47,5
1990	82,9	172,4	179,0	124,9	34,4	47,5
1991	82,2	172,1	186,7	125,0	33,1	47,2

Incluso, considerando separadamente a las empresas y a las familias, y a pesar de los muy diferentes signos de las posiciones de ambos agentes que manifestaban los flujos, podemos comprobar que el endeudamiento de las empresas se encontraba estabilizado prácticamente en los mismos niveles de los primeros años ochenta, circunstancia que es de importancia notable, pues no en vano a lo largo del periodo considerado tuvo lugar un proceso de acumulación de capital de intensidad desacostumbrada en los últimos lustros de la economía vasca. En el caso de las familias sí que se ha producido un cierto incremento de sus niveles de endeudamiento en los últimos años ochenta, pero dada su posición fuertemente superavitaria y teniendo en cuenta que tampoco son tan grandes no parece que haya podido representar un gran obstáculo para una expansión del gasto.

Entre 1991, año en el que finaliza la serie y el momento actual es muy posible que se hayan producido modificaciones en la situación descrita, sobre todo teniendo en cuenta que en 1993 se registró una breve pero aguda recesión, que tanto parecía afectar a las cuentas financieras de Cataluña, y que luego a tenido lugar una firme recuperación que ha durado toda la década. Ahora bien, no se puede olvidar que también en ese mismo periodo se ha producido una reducción sin precedentes de los tipos de interés que ha debido de aliviar el peso que la carga financiera representa sobre la renta disponible de las familias y las empresas.¹²⁵

Estructura de los activos y pasivos y preferencia por la liquidez

El análisis de los stocks es tremendamente importante no sólo por lo que se refiere al peso del endeudamiento sino también en lo que atañe a las condiciones de obtención de la propia financiación, pues como ya vimos una de las notas distintivas de la moderna teoría

¹²⁵Es muy posible que esas reducciones no hayan sido iguales para todos los segmentos de la clientela: aunque hay pocas dudas de que cuando menos las familias (crédito hipotecario) y las empresas más grandes se han beneficiado claramente de ella, el efecto ha podido ser menor en la pequeña empresa.

monetaria keynesiana es el papel que juegan los stocks frente a los flujos, como claramente se demuestra por ejemplo en el análisis de la preferencia por la liquidez.

Cuadro nº 4.6. ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS (%)								
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
ACTIVOS FINANCIEROS	100	100	100	100	100	100	100	100
1 Y 2. EFECTIVO Y DEPOSITOS	39,6	38,9	37,3	37,1	35,9	39,9	38,5	37,1
3 Y 4. VALORES A CORTO Y OBLIGACIONES	10,3	11,5	13,7	12,7	12,5	10,6	11,8	11,7
5.TITULOS DE RENTA VARIABLE	10,0	10,5	11,4	13,1	14,6	13,4	12,5	13,2
6.CREDITOS	32,3	31,2	29,8	29,0	28,3	26,7	26,3	27,1
7.RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	1,8	1,8	2,5	2,8	3,4	3,2	4,3	4,6
8.OTROS	6,0	6,1	5,3	5,2	5,3	6,2	6,7	6,3
PASIVOS FINANCIEROS	100	100	100	100	100	100	100	100
1 Y 2. EFECTIVO Y DEPOSITOS	38,0	38,8	36,7	36,1	36,2	34,6	36,8	37,1
3.VALORES A CORTO PLAZO	0,3	0,3	1,0	1,0	2,3	8,5	5,5	3,4
4.OBLIGACIONES	3,7	3,9	4,5	3,9	3,3	2,1	2,0	2,0
5.TITULOS DE RENTA VARIABLE	11,2	11,4	13,4	15,3	15,4	13,1	13,6	15,7
6.CREDITOS	38,9	37,6	36,7	35,3	33,9	31,6	31,2	31,5
7.RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	1,6	1,8	2,5	3,0	3,7	3,4	4,6	5,0
8.OTROS	6,3	6,2	5,2	5,5	5,2	6,8	6,3	5,3

Una primera aproximación a la estructura consolidada de los activos y pasivos financieros de la economía vasca, como la que puede realizarse a partir del cuadro nº 4.6, apenas nos informa de algún rasgo muy concreto, pues es evidente que en la medida en que se consolidan las relaciones internas desaparecen los comportamientos clave de las empresas y familias. Aún así, en el mismo se refleja un rasgo general de gran trascendencia que tiene que ver con las asimetrías existentes entre los activos y pasivos, que son

resultado de procesos acumulados desde hace largos años. Así, por ejemplo, la estructura financiera de la economía vasca descansa en los depósitos y en el crédito, cosa absolutamente lógica en una economía de dinero crédito; pero además del peso de los mercados crediticios, resulta que existe una dependencia clara del crédito exterior, algo que tiene implicaciones claras a la luz del modelo discutido en el capítulo tercero.

Es igualmente interesante constatar que la contrapartida de esa mayor dependencia, en una economía que mantiene posiciones superavitarias frente al exterior, es la financiación otorgada a través de valores a corto plazo y obligaciones y a través de las operaciones de seguro. Estas dos últimas rúbricas evidencian el infradesarrollo y dependencia del centro en lo que se refiere a unos instrumentos muy específicos que se deben a la operativa del sector público y de las compañías de seguros, a pesar de que el desarrollo de las Entidades de Previsión Social en los últimos años han cambiado substancialmente las posiciones.

La estructura de la riqueza financiera de la economía no responde sólo a diferenciación de los activos en cuanto a tipos de interés y vencimientos sino a características más completas que a veces entrañan un servicio distinto. Además ese servicio muestra una necesidad de satisfacer sus preferencias de liquidez, rentabilidad y seguridad mediante salidas al exterior. Ahora bien, si ello es claro en lo que a actividad aseguradora se refiere, no lo es tanto en lo que a los valores a corto respecta, por lo que el papel de este tipo de activos bien merece reflexión.

Lo que ocurre en efecto con estos activos es que nos encontramos con su práctica inexistencia en la economía vasca, dejando a un lado la efímera experiencia de los pagarés forales que queda reflejada en los pasivos de los últimos años contemplados. Sin embargo, este tipo de activo, frecuentemente privilegiado fiscalmente, arrastraba buena parte de las preferencias como alternativa de mantenimiento de la riqueza financiera, pues en muchos casos a las ventajas fiscales citadas se añadían buena rentabilidad, liquidez y ausencia de

riesgo. El hecho de que las posiciones en cuanto a valores de renta variable se refiere se presenten bastantes igualadas en activos y pasivos nos advierte de que el desequilibrio en la financiación a favor del crédito tiene su respuesta en el extremo corto y líquido del mercado, por lo que no será seguramente fácil alterar la estructura de financiación de las empresas con esas preferencias del público.

Cuadro nº4. 7 POSICION EN TERMINOS DE SALDOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS								
(% del PIB)								
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
ACTIVOS FINANCIEROS	62,35	63,26	63,60	67,86	64,73	71,40	69,78	66,93
1y2.EFECTIVO Y DEPOSITOS	13,67	13,49	14,30	18,19	15,41	16,01	18,16	18,25
3.VALORES A CORTO PLAZO	0,37	0,69	1,01	1,01	1,54	1,16	2,35	2,51
4.OBLIGACIONES	1,29	1,52	1,48	1,51	1,47	1,30	1,00	1,25
5.TITULOS DE RENTA VARIABLE	8,47	9,30	10,54	12,51	13,42	15,55	13,55	12,24
6.CREDITOS	31,24	30,62	28,94	27,87	26,65	29,65	27,70	26,21
7.RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	2,30	2,37	2,20	2,20	1,90	1,90	1,99	2,33
8.OTROS	5,01	5,27	5,12	4,56	4,34	5,83	5,03	4,15
PASIVOS FINANCIEROS	130,92	126,17	128,69	130,45	123,09	130,23	124,89	124,95
2.OTROS DEPOSITOS	0,03	0,03	0,02	0,05	0,03	0,13	0,05	0,09
3.VALORES A CORTO PLAZO	1,21	1,17	1,45	1,31	2,18	1,71	1,94	1,87
4.OBLIGACIONES	5,74	5,28	5,44	4,66	4,25	3,76	3,62	3,87
5.TITULOS DE RENTA VARIABLE	33,53	33,40	39,33	44,23	42,96	42,87	41,84	44,17
6.CREDITOS	86,94	83,07	79,61	77,10	70,76	75,72	71,83	69,52
7.RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	0,00	0,00	0,00	0,12	0,17	0,67	1,03	1,25
8.OTROS	3,48	3,23	2,84	2,98	2,73	5,38	4,58	4,19

Si observamos las fuentes de financiación de las empresas no financieras en el cuadro nº 4.7, podemos comprobar que hay una absoluta polarización entre el crédito, en

primer lugar, y a considerable distancia los títulos de renta variable. A lo largo del periodo considerado se experimentó una notable transformación en la reducción de la financiación crediticia y el reforzamiento de los recursos propios, proceso posibilitado por una buena generación interna de recursos en un contexto de fuerte crecimiento económico. La cuestión estriba en si esa tendencia puede continuar en un periodo recesivo como el que se inició precisamente en el bienio posterior a 1991.

Por otra parte, hay que considerar que la situación de las empresas no es homogénea según el tamaño por lo que los datos agregados contemplan seguramente grandes asimetrías. Ya anteriormente nos hicimos eco de que, según datos de la central de balances para la economía española, la pequeña empresa se caracterizaba por un elevado endeudamiento bruto que a pesar de compensarlo con una alta liquidez, hasta presenta cifras similares de endeudamiento neto, ello no evitaba un coste sensiblemente más elevado de la financiación ajena.

Los análisis más recientes de la empresa vasca han incidido también en el impacto que tiene la financiación ajena en la reducción de la rentabilidad cuando se pasa del concepto de rentabilidad económica al de rentabilidad de los recursos propios, con apalancamientos negativos¹²⁶. Por otra parte, ese diagnóstico resultante de la pequeña empresa española según el cual la misma se enfrenta a mayores dificultades para la financiación ajena, preferentemente de origen bancario, concentración de la misma en el corto plazo y mayor coste, es también aplicable a la economía vasca.¹²⁷

¹²⁶ Rivera e Iriondo, 1993, y Navarro, Rivera y Olarte, 1995.

¹²⁷ Adegui, 1994. p. 51, cifra esas diferencias en dos puntos de diferencia entre los tres segmentos de empresas de 10 a 99 empleos, con un coste del 14,7 % en 1991, de 100 a 500, 12,7% y mayores de 500 empleos, 10,5%.

Cuadro n° 4.8. POSICION EN TERMINOS DE SALDOS DE LAS FAMILIAS								
(% del PIB)								
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<u>ACTIVOS FINANCIEROS</u>	133,7	130,2	138,6	140,1	138,8	137,5	138,2	142,48
	1	8	7	7	7	0	8	
1y2.EFECTIVO Y DEPOSITOS TRANSFERIBLES Y OTROS DEPOSITOS	86,74	79,58	78,43	76,67	71,02	68,77	71,54	74,26
3.VALORES A CORTO PLAZO	1,09	1,73	4,96	4,85	4,33	5,58	4,98	4,51
4.OBLIGACIONES	9,31	11,62	13,36	11,07	9,36	6,76	6,46	5,17
5.TITULOS DE RENTA VARIABLE	22,90	24,20	26,68	31,99	35,99	36,00	32,03	34,75
6.CREDITOS	8,30	7,49	6,90	5,31	4,99	5,55	5,51	5,47
7.RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	3,14	3,41	6,24	7,96	10,70	11,76	15,45	16,65
8.OTROS	2,23	2,23	2,10	2,32	2,48	3,09	2,32	1,67
<u>PASIVOS FINANCIEROS</u>	43,41	41,25	41,96	40,52	42,28	47,47	47,53	47,16
6.CREDITOS	40,05	37,90	38,89	37,23	39,25	42,17	42,46	42,87
8.OTROS	3,36	3,35	3,07	3,29	3,04	5,30	5,07	4,29

Es muy probable por lo tanto que ese reforzamiento de la liquidez se deba más a la pequeña empresa, pero en cualquier caso, lo cierto es que esa transformación en la financiación empresarial ha sido posible por el comportamiento de las familias a lo largo del periodo. Ocurre en efecto que mientras las empresas incrementaban fuertemente sus posiciones líquidas, a pesar de la reducción del crédito y de la buena marcha de la inversión, esa modificación de los pasivos empresariales estuvo posibilitada por un significativo alejamiento de la preferencia por la liquidez por parte de las familias. Es verdad que parte del importante desplazamiento desde los depósitos de las familias se fue a los valores a corto plazo, e incluso que dado el peculiar régimen de las Entidades de Previsión Social llevaron a éstas parte de dichos fondos; pero también que aumentaron su cartera de renta variable en alrededor de diez puntos en términos de PIB.

De cualquier manera, hay que tener en cuenta que el comportamiento descrito está muy marcado por el hecho de que el periodo de referencia corresponde a una fase ascendente del ciclo económico en la cual es normal que se produzca un desplazamiento hacia los valores de renta variable y una revalorización de los mismos que facilitan la financiación empresarial y reducen su dependencia del crédito.

IV.4. – Algunas conclusiones finales

Las insuficiencias del acervo estadístico que se ponen de manifiesto en todo el desarrollo teórico aconsejan realizar un esfuerzo en la materia. A pesar de las dificultades, en base a las estadísticas de cuentas económicas y sobre todo a la metodología y estimación de cuentas financieras de Cataluña y el País Vasco es posible avanzar en la comprensión de las interacciones entre la economía real y la financiera.

Las estimaciones sobre flujos financieros debidos a operaciones corrientes son escasas, distantes y parciales, sus resultados históricos anuncian la transferencia de rentas de una parte muy importante del excedente global de unas regiones a otras. A falta de estimaciones completas de balanza de pagos, las cuentas financieras que tantos otros análisis posibilitan en el orden estrictamente financiero, se revelan también como un instrumento útil para conocer siquiera sea globalmente el sentido de los flujos financieros interregionales.

En el caso concreto de la economía vasca, hemos podido llevar el análisis algo más lejos y comprobar no sólo su elevado ahorro financiero y su composición por agentes sino otros aspectos de las relaciones con el exterior y de los niveles de stocks de activos y pasivos. Así, en cuanto al ahorro financiero, se ponen de manifiesto algunas de las primeras características de la economía: un sector público escasamente deficitario y unas posiciones de fuerte necesidad y capacidad de financiación respectivamente en las empresas y las familias.

Desde el punto de vista del endeudamiento, pasivos sobre PIB, que es una ratio clave en el análisis de cualquier economía hemos podido comprobar que los saldos pasivos del sector privado no experimentaron variaciones significativas a lo largo de los ochenta, a pesar del intenso proceso de capitalización habido, aunque el movimiento del endeudamiento de las familias ha sido más intenso que el de las empresas. He ahí por lo tanto desvelado un factor condicionante de la economía real que puede ser de enorme importancia, pues es claro que en una economía empresarial no basta con contar con decisiones de expansión de la riqueza neta sino que también se precisa una efectiva disposición de crédito en condiciones compatibles con las expectativas de crecimiento y de rentabilidad del capital.

Si el enfoque financiero era pobre en la valoración de los flujos de renta, lógicamente tiene su punto fuerte en el análisis de los flujos de capital. Los flujos de la economía vasca con el exterior a lo largo de los últimos años no emiten ninguna señal poderosa que nos alerte sobre posibles efectos de diferenciales de rentabilidad del capital, preferencia por la liquidez o estructura general de la riqueza financiera. Sin embargo, la consideración de los saldos acumulados nos advierte de la existencia de significativas asimetrías en la estructura financiera neta: la economía vasca obtiene financiación del exterior a través de los mercados de crédito al tiempo que proporciona financiación a través de la adquisición neta de valores a corto plazo y reservas de seguros. Como se recordará, estos eran aspectos ya comentados en la parte teórica en la que se discutió la posibilidad de que la atraktividad del centro volviese más indirectos los procesos de financiación con repercusiones en los mercados de crédito.

En última instancia vemos que la dependencia de los mercados de crédito por parte de las empresas tiene su contrapartida en el otro extremo en una preferencia de las familias por activos líquidos y sin riesgo, por más que a lo largo del período las economías domésticas hayan hecho un esfuerzo en la financiación empresarial directa a través de la

adquisición de títulos valores. Por otra parte, la elevada liquidez de las empresas parece descartar completamente uno de los factores de inestabilidad financiera señalados por Minsky, pero al mismo tiempo, en la medida en que éste es un rasgo característico de las empresas de menor tamaño que se enfrentan a mayores problemas de financiación ajena, nos sugiere que se trata también de un indicador de la presión de los mercados de crédito.

V.- RESUMEN Y CONCLUSIONES

I

El presente estudio tiene su origen en una preocupación que hunde sus raíces en el campo de la economía aplicada, a pesar de que su lectura, siguiendo el dictado ordinal de los capítulos, recorra prácticamente un camino inverso yendo desde la teoría a la parte empírica. Fue, efectivamente, la inmediata preocupación por el papel que desempeña la financiación en las economías regionales la que marcó el punto de partida de todo el trabajo. Ello no significa ciertamente que todo comenzase escuetamente por la recopilación de datos, sino que acompañada a dicha tarea se comenzó a desarrollar la búsqueda de un contexto teórico que sirviese de marco interpretativo de los mismos. Desde la más absoluta modestia, se trataba de adoptar un enfoque intermedio entre el campo aplicado y el estricto criterio preconizado por Boudeville de reemplazar totalmente el siempre caro enfoque empírico que avanza poco a poco por la producción de normas generales. Aún reconociendo buena parte de razón no dejamos de tener nuestras dudas de que la teoría pueda progresar sin el estímulo de la observación de los datos, para romper así el círculo vicioso que señala Dow, conforme al cual, no se hacen estimaciones estadísticas porque no hay cuerpo teórico, y este a su vez no se desarrolla porque no hay campo de contrastación.

En esa búsqueda de un contexto teórico encontramos pronto un doble nivel: por un lado el del terreno más próximo al papel del dinero en una economía regional, y por otro, el más general de la teoría monetaria. Este último ha tenido forzosamente que ser tratado de forma muy sumaria, atendiendo a dos grandes cuestiones: la de la edogeneidad del dinero y la del proceso ahorro-inversión.

Endogenidad

La teoría no debe ser independiente de las características del mundo que pretende explicar, sin embargo parece que la teoría monetaria no ha interiorizado con la rapidez debida los cambios institucionales que ha sufrido el sistema financiero. La aportación de Victoria Chick en este punto es esclarecedora, porque con su taxonomía de las etapas que ha seguido el desarrollo del sistema bancario ha puesto claramente de relieve cómo cada una de ellas reclama un modelo teórico diferente. Un incipiente sistema bancario, en el que predomina el dinero mercancía y en el que el insuficiente desarrollo de los depósitos como medios de pago no garantiza el retorno de ellos al sistema, se puede corresponder bien con la teoría clásica en la que el ahorro condiciona la inversión y en la que la cantidad de dinero viene dada exógenamente. Con la evolución subsiguiente de la banca y la extensión de sus depósitos como medios de pago empieza a hacerse posible la activación del mecanismo de creación de dinero bancario y la teoría representativa es la tradicional del multiplicador. Finalmente, cuando se hace realidad el afianzamiento del prestamista de última instancia, la banca deja de estar constreñida por las reservas y busca una estrategia activa de crecimiento, porque si hay oportunidad de aumentar los activos siempre habrá cobertura para las reservas. Entonces, la teoría representativa es la de la concepción endógena del dinero, esto es, la de la economía del dinero crédito y la tasa de interés determinada por la autoridad monetaria.

Ahorro e inversión

Si para Hicks la revolución keynesiana se resume en el paso de un patrón monetario a un patrón salarial, para Meade consiste en dar la vuelta al sentido de causación establecido por la teoría clásica entre el ahorro y la inversión. Son quizá las dos observaciones más penetrantes que conocemos, y a estas alturas de la exposición creemos que debe aparecer clara su íntima relación y en el fondo su común base institucional.

Decir que hay que situar el origen del proceso económico en la inversión es lo mismo que decir que hay que situarlo en la producción; se trata en realidad de elaborar una teoría monetaria de la producción. El esquema contable keynesiano no ofrecía dudas de que el ahorro nunca puede dar origen a un proceso de crecimiento, porque la bilateralidad de las relaciones económicas, ese efecto que late y transforma la naturaleza del problema cuando se pasa desde la esfera individual a la colectiva, supone que un mayor ahorro es un desahorro de otros y que en definitiva ahorrar es adquirir un activo que ha debido ser emitido con anterioridad.

Pero es que además ese papel motor de la inversión al no poder basarse en un ahorro previo reclama un mundo de dinero crédito, al que Keynes se asomó con el alumbramiento del motivo financiación de la demanda de dinero, para él piedra angular de su teoría del interés, por más que viera la luz en un artículo posterior a la *Teoría General*. Con ello se articulan definitivamente los aspectos reales y monetarios de la teoría con la conclusión de que para conseguir el paso hacia un nivel más alto de actividad es preciso que el sistema bancario facilite la financiación precisa, independientemente de lo que pase con el ahorro.

II

En la búsqueda de nuestro segundo nivel de análisis, que es el relativo a la influencia de la financiación en la economía regional partimos de la consideración del sector real de la economía, de manera que podamos mostrar más claramente las profundas interrelaciones entre el mismo y el sector financiero. En este punto, la cuestión de las transferencias de renta, o en sentido más general, la de los flujos financieros constituye una de las cuestiones centrales, hasta el punto de que sigue siendo objeto de controversia en el

ámbito de la economía regional, entre otras razones debido a que la pobreza estadística ha venido impidiendo la existencia la obtención de conclusiones definitivas.

A tal efecto, hemos propuesto una estructura de análisis que se basa en la distinción dentro de la economía de un sector productivo y un sector financiero, para el primero se formula una ecuación que define su riqueza compuesta de depósitos, saldo neto de bonos, capital y crédito; para el segundo el equilibrio viene definido por los depósitos del otro sector más sus emisiones, y del otro lado de la igualdad por los créditos, las suscripciones y las reservas. Bajo el supuesto de economía abierta se muestra cómo la variación de reservas es igual a la suma de una balanza corriente formada por saldo comercial, transferencias y rentas, y por una balanza de capitales igual al saldo de emisiones menos suscripciones.

Flujos financieros

A partir de esa estructura de análisis se han examinado las dos vías alternativas para llegar al conocimiento del ahorro financiero neto y por lo tanto del sentido y cuantía de los flujos financieros. Por un lado, las partidas del ajuste real; en particular las transferencias fiscales y de rentas que juegan un papel compensador de los saldos de los intercambios de bienes y servicios, y por otro, las partidas del ajuste financiero a través de los activos y pasivos del sistema bancario. De la parte real resulta la conclusión de que es necesaria la existencia de un excedente como condición para que se produzca una salida de capitales, y dado que son en general las regiones subdesarrolladas las que presentan problemas de balanza exterior se cuestiona abiertamente la predicción en tal sentido de la teoría de la causación acumulativa tal y como la formulaba Myrdal. Por otra parte, desde el lado financiero, se comprueba cómo la no consideración integral de los activos y pasivos ha permitido alimentar durante largo tiempo esa equivocada tesis de que el papel del sistema bancario era el de canalizar el ahorro de las regiones pobres a las más desarrolladas.

La errónea concepción teórica en torno al proceso ahorro-inversión y una estadística muy fragmentaria han hecho posible sostener durante largo tiempo una idea equivocada. A la vista de las estadías por las que ha discurrido el desarrollo del sistema financiero, esa idea de flujos financieros desde las regiones atrasadas a las avanzadas pudo acaso corresponderse históricamente con las restricciones de financiación a que se veían sometidas las economías en las primeras fases de su desarrollo, cuando el predominio del dinero mercancía limitaba la disponibilidad de crédito. La abundante evidencia empírica que se ha reunido, tanto internacional como la referente al caso español, confirma que eso no se corresponde en absoluto con la situación real de hoy en día. Desde el lado financiero. se ha demostrado que los datos no permiten establecer una correlación entre regiones menos desarrolladas y salida de capitales. Desde el lado real, se ha mostrado aún más claramente que los excedentes en las cuentas exteriores son propios de las regiones de mayor renta, y que las menos favorecidas ajustan sus desequilibrios comerciales merced al juego de las transferencias, especialmente al papel del sector público.

Un aspecto relacionado con la discusión de esta evidencia y de gran importancia es el papel que en todo ello juega la movilidad de los capitales como factor diferencial del comportamiento de las economías de las regiones y de los estados. A diferencia de las áreas monetarias en las que, cuando se representan el ahorro y la inversión como porcentajes del PIB sobre dos ejes, los puntos tienden a situarse en torno a una recta de 45°, las regiones muestran efectivamente una considerable dispersión, que manifiesta la existencia de importantes desequilibrios que son persistentes en el tiempo y en el espacio. Pero la explicación de ese comportamiento no depende de la existencia o no de movilidad de capitales, tesis mantenida por el conocido artículo de Feldstein y Horioka, viciado nuevamente por la equivocada concepción clásica del proceso ahorro-inversión, porque aunque la inversión en la región se financiase con capital foráneo no habría razón para que no desencadene un proceso de generación de rentas y ahorros, exactamente igual a como

acontece en las áreas monetarias o en los estados. El crecimiento de una economía requiere de una demanda de los capitales para su utilización real, porque la simple movilidad del capital financiero no puede impulsar la demanda y ocasionar con ello efectos reales. Hemos podido comprobar esta tesis en un caso tan significativo como el del movimiento interregioanal de capitales acontecido en el País Vasco con los pagarés forales: al no responder a una necesidad real de cubrir un déficit de las administraciones públicas, las cuantiosas emisiones de pagarés forales fueron automáticamente recicladas por el sistema bancario.

La Europa actual de la Unión Monetaria nos va a proporcionar un magnífico ejemplo de regionalización, en el que, de acuerdo con lo anterior, vamos a poder comprobar cómo la mera existencia de movilidad de los capitales no va a dar lugar a pronunciados desequilibrios ahorro-inversión, como los existentes entre las regiones en el interior de los estados, a menos que se desarrolle un nuevo sector público de características bien diferentes a la raquítica expresión que hoy tiene la hacienda europea. Y es que el verdadero factor diferencial de las regiones reside en el impacto territorial de un sector público, cuyas operaciones no tienen nada que ver con las decisiones de producción de una economía empresarial y son capaces de compensar los desequilibrios de la parte de la economía que funciona con arreglo a las reglas del mercado.

Debido a ello, hay una enorme evidencia internacional de que las transferencias suponen un elevado porcentaje de la renta de las regiones atrasadas. En un caso tan significativo como el de Canadá se dió en denominar a esa situación "la dependencia de la transferencia", para hacer referencia al carácter recurrente año tras año de dichos flujos que impediría tanto el ajuste a largo plazo, mediante movimiento del factor trabajo, como a corto plazo propiciando reducciones salariales. Sin embargo, quizá habría que dejar a un lado ese tipo de conceptualización como la canadiense, porque en la mayoría de los casos la territorialización de la actividad pública responde básicamente a los efectos de un

sistema diseñado sobre una lógica interpersonal. Más que en una clave territorial, el diseño del sector público debe ser analizado en términos de la funcionalidad y equidad de los subsistemas de ingreso y gasto que lo componen. En este sentido, independientemente del volumen de transferencias existente en un país concreto, nadie discute la pertinencia de contar al menos con un mecanismo de estabilización de rentas que se justificaría en la propia naturaleza temporal de los shocks a los que se puede enfrentar una economía regional, que haría que en su ausencia se produjese una pérdida de renta y bienestar. A pesar de que no esté claro cuál es la intensidad con la que operan dichos mecanismos, que si para algunos autores llegan a absorber hasta un 40% de las variaciones de renta, para otros se mueven en niveles más reducidos y operan más a través del ingreso que del gasto.

Pero nuestro verdadero objetivo no era el análisis de las transferencias públicas, y ocurre además que la misma estructura de análisis que nos ha servido para el estudio de la parte real del ajuste y la discusión del sentido de los flujos, nos permite también ilustrar en alguna medida la parte financiera del mismo. Cuando más allá de las transferencias fiscales y de rentas, consideramos el impacto en la región de un shock específico de demanda que provoca una pérdida de reservas, vemos que debe de disponer de un mecanismo de ajuste que le permita atender los menores pasivos y/o mayores créditos. Pues bien, en ausencia de un sistema bancario común, ese mecanismo lo proporciona la posibilidad de ventas y compras de su cartera de títulos que compone el resto de su balance. De todo ello resulta que la facilidad con que funcionará el ajuste dependerá del grado de sustitución existente entre los activos financieros de las diferentes regiones; de modo que la existencia de un amplio stock de activos de general aceptación y rápidamente transferibles es la vía para asegurar el ajuste de la balanza de pagos. A tal respecto se recuerda la flexibilidad de funcionamiento de los ajustes de balanza de pagos bajo el patrón oro.

III

Esas primeras conclusiones sobre el impacto de la financiación que han emergido con el estudio de los flujos financieros y al ajuste de la balanza de pagos, no agotan los problemas de la financiación regional, porque hay todo un conjunto de factores adicionales en presencia que hemos agrupado en sendos bloques que se refieren a condiciones reales y financieras. Comenzando por las primeras, cabe citar primero las que se refieren a la estructura de la economía, es decir, *estructura de la oferta, tejido empresarial y composición de la demanda*. No cabe duda de que teniendo en cuenta esos tres factores estructurales, las políticas de estabilización ejercerán un impacto diferencial según predomine la industria, la pequeña empresa, o según sean las expectativas y eficiencia del capital de las regiones. También bajo una perspectiva similar, cabe considerar los importantes efectos reales que se derivan de las políticas de estabilización en relación con los movimientos de los tipos de cambio real, que determinan la *competitividad internacional* y con las diferencias en el *ciclo coyuntural*.

En la medida en que nuestra economía regional de referencia se enfrenta a que una parte de sus intercambios de bienes y servicios se realiza con otras áreas monetarias, las políticas de estabilización ejercen una influencia significativa en la competitividad precio de sus producciones. Tomando como ejemplo el caso del País Vasco, se ha podido ilustrar, por ejemplo, cómo la etapa de política monetaria restrictiva practicada en España a finales de los años ochenta y principios de los noventa supuso una intensa apreciación de su tipo de cambio efectivo real debido a movimientos del tipo de cambio nominal en un contexto de estabilidad de los precios industriales relativos. El alcance de esa influencia es además considerable, al no estar completada la unión monetaria y existir una doble relación frente a las demás regiones de la unión económica y frente a otras áreas monetarias. No cabe duda de que mientras persista la influencia del tipo de cambio en una parte significativa del

comercio interferirá de forma señalada en la formación de precios y por lo tanto en el proceso de ajuste regional descrito más arriba.

Con carácter más general, por afectar no sólo a los intercambios exteriores sino a toda la producción, hay que considerar la posibilidad de que la influencia estabilizadora de la política monetaria se enfrente a distintos ciclos coyunturales dentro de su área de influencia. La cuestión está por tanto en saber si las regiones se enfrentan a distintos ciclos coyunturales, aspecto que nuevamente hemos ilustrado con el caso del País Vasco en el marco internacional, mostrando que su perfil cíclico era substancialmente idéntico al de la economía española, y también que las comparaciones internacionales sugieren igualmente que el ciclo es altamente dependiente de la existencia de una política monetaria autónoma. Aunque, considerando más detenidamente la cuestión, advertimos diferencias importantes en casos señalados como son los de Alemania y Reino Unido y otras menores aunque no despreciables en otros países. Por referirnos a las primeras, la existencia de un shock específico determinó que Alemania registrase una prolongación de la fase alcista y una recesión más profunda incluso en términos comparados con países que mantuvieron firme su anclaje con el marco. Por lo que se refiere al Reino Unido, su ciclo coyuntural adelantado y próximo al de Estados Unidos parecería explicarse por su abandono del SME y la audacia del cambio experimentado por su política monetaria en 1991, sin embargo ello no da cuenta de cómo cayó en una recesión tan profunda en un momento en el que la mayoría de las economías europeas mantenían todavía altos ritmos de actividad.

En fin, si desde estas comparaciones entre estados, nos trasladásemos a las propiamente interregionales en un área económica tan amplia como la europea, no cabe duda de que esas diferencias que emergen de nuestra ilustración se multiplicarían, y que todo ello confiere apunta a la región como el marco idóneo sobre el que diseñar el funcionamiento de mecanismos regionales de estabilización.

Las condiciones financieras

Pero volviendo una vez más del lado real al financiero, nos toca centrarnos en el comentario del impacto de las *condiciones financieras*. La cuestión de fondo es dilucidar si la existencia de un mercado único y libertad de movimiento de capitales garantiza la infinita disponibilidad regional de crédito al tipo de interés existente.

La primera de las excepciones a ese supuesto, que confirmaría la tesis de la irrelevancia del dinero para la economía regional, es el “problema de la transferencia”, término trasladado desde la esfera de las operaciones corrientes a las de capital en una analogía que parece exagerada, porque ¿puede la existencia de un movimiento de capitales provocar presiones en el crecimiento regional similares a las que se derivan de una transferencia de renta? En principio parece que en ambos casos se precisa de la existencia de un excedente exterior susceptible de ser transferido, pero la analogía no es en el fondo tal, porque mientras en el segundo caso se necesita la generación de un ahorro suplementario, en el primero lo que ocurre es que la desviación hacia activos exteriores impone a los residentes la búsqueda de una financiación alternativa: para mantener el mismo nivel de gasto será preciso aumentar el volumen de activos y pasivos. Este es un conocido efecto analizado por Gurley y Shaw, según el cual cuanto mayores son las divergencias entre los saldos de las cuentas de capital de los agentes mayor debe ser el volumen de activos y pasivos: en el presente caso es la introducción de un agente exterior el que convierte en más indirecto el circuito de financiación.

Así pues, en principio no se dan efectos en renta y empleo a menos que los mismos se deduzcan del análisis del reajuste de la financiación. Esta posibilidad puede ser analizada bajo dos supuestos, uno correspondiente a activos líquidos y otro a valores a largo plazo. Comenzando por el primero y suponiendo que se trata de depósitos, su efecto inmediato consistirá en una pérdida de reservas de la banca que debe de compensarse con

la venta de activos de general aceptación, con el crédito o con la restricción de su actividad. Esta última eventualidad no se producirá si el riesgo de pérdidas en la realización de activos es pequeño o cuando existen facilidades crediticias o mucho más aún en fin cuando la existencia de una banca “a lo largo del país” permite el movimiento de recursos desde el interior de la empresa bancaria.

En el caso de activos a largo se producirán efectos, por una parte en el interior de la región en la medida en que se centren en la venta de valores regionales y depriman su cotización, y efectos generales en los mercados, en la medida en que entrañen desplazamientos hacia activos líquidos sustitutivos del dinero que para una riqueza financiera dada provocará subidas del tipo de interés como consecuencia del exceso de demanda de dinero y el exceso de oferta de bonos. Aquí, como se ve, no sólo el efecto descansa en el supuesto de una oferta de dinero inelástica, sino que se requiere que el peso relativo de tales desplazamientos sea significativo.

En su conjunto la discusión del problema de la transferencia nos lleva a que los efectos descansan una vez más sobre determinadas condiciones como son: la existencia o no de una banca “a lo largo del país”, la disposición de activos de general aceptación, la existencia de mercados líquidos y el propio peso específico de la región y de los movimientos de capitales

Pero la propia idea de movimientos de capitales hacia el exterior está estrechamente ligada a la *preferencia por la liquidez*, en su doble dimensión de preferencia por los activos de tal carácter y de existencia de mercados líquidos propios de los centros financieros desarrollados. La consideración de esa segunda dimensión nos devolvería de hecho al punto recién tratado, por lo que lo que ahora conviene considerar es la preferencia general por el mantenimiento de la riqueza financiera en forma de activos muy líquidos. Bajo este supuesto lo que acontece es que ese deseo de mantener posiciones líquidas y de bajo riesgo

potencia el papel de intermediación de la banca en la medida en que transfiere hacia ella la asunción de posiciones directas frente al sistema productivo. La bancarización no supone otra cosa que financiación indirecta, con sus riesgos de racionamiento, y convierte a los mercados de crédito en una figura crucial en la determinación de los efectos de la financiación en el crecimiento económico.

El análisis de los mercados de crédito es lo que se conoce con el nombre de el *enfoque del crédito*, bajo el que nuestro interés se desplaza hacia las relaciones entre prestamistas y prestatarios, la capitalización de la banca y el riesgo regional.

Frecuentemente se ha insistido en que la intermediación bancaria se desarrolla de una forma discriminatoria entre el centro y la periferia, porque en el primero se da un mayor poder de negociación del coste y en general un mejor acceso al crédito. En realidad tales ideas apuntan más a una segmentación por clientelas, que parece estar suficientemente contrastada desde un punto de vista empírico, que a una de tipo espacial. Mientras las grandes empresas no sólo disponen de alternativas al crédito sino de unas condiciones homogéneas en todo el país, el resto de agentes desarrolla sus relaciones financieras en un ámbito territorial limitado de manera que la propia idea de mercados de crédito nos sugiere la dimensión regional de los mismos.

Frente a la idea de una disponibilidad de crédito a un tipo que es exógeno para la región, en el modelo de mercado de crédito que hemos tomado de Moore y Hill esa exogeneidad se rompe por los costes de supervisión y las asimetrías informacionales que perjudican a los prestamistas de fuera de la región, por la inexistencia de mercados secundarios de crédito y por las especiales relaciones de las entidades y sus clientes. No obstante procede introducir dos cambios substanciales en el modelo, que se refieren al carácter no tan regional de la banca europea y a que la cadena de causalidad no parte de la renta sino de la demanda de crédito.

Pues bien, partimos de que el paso a un nivel más alto de renta requiere de una financiación crediticia adicional dirigida a la banca en la región. Cuando esta es estrictamente regional precisará de una financiación externa por lo que su curva de oferta será perfectamente elástica pero a un tipo superior al vigente en el mercado al que podrá expandirse la renta con la generación consiguiente de depósitos. Por el contrario, cuando existe una banca “a lo largo del país” nada impide en principio que la superior demanda de crédito sea atendida al tipo vigente en el mercado, a no ser que el peso de la región sea elevado o que la sincronización de su ciclo coyuntural haga coincidir esa superior demanda con una similar en toda el área monetaria, o que finalmente el crecimiento regional sea tan elevado que cambie la percepción del riesgo regional. Un cambio en el riesgo regional por un deterioro progresivo de la solvencia de los prestatarios que compromete a la larga a la de los prestamistas puede acabar en los fenómenos conocidos como “credit crunch” y “capital crunch”. Conforme al primero se produce un desplazamiento sensible de la función de oferta para un mismo tipo y calidad de los prestatarios y conforme al segundo una paralización de la cartera de activos debido a la disminución de los recursos propios ocasionada por los fallidos anteriores, que podría reflejarse en una curva de oferta perfectamente inelástica a los niveles de crédito alcanzados.

Después de analizar los mercados de crédito se vuelven a manifestar los mismos factores determinantes de la financiación regional en los que se ha insistido más arriba: la existencia o no de una banca regionalizada, de activos de general aceptación y sus mercados, el peso específico de la región, la sincronización de su ciclo coyuntural, su crecimiento elevado y la solvencia de sus agentes y bancos, condicionada ésta última otra vez por su carácter regional. Frente al énfasis de la reciente literatura sobre la geografía financiera en la importancia de una banca regional debido a los menores costes de monitorización del crédito, la evidencia empírica, la teoría y el propio desarrollo reciente del sistema bancario, con nuevos servicios financieros y mayores posibilidades de gestión

de la liquidez para los bancos grandes, estrechan el campo de funcionamiento propicio para una banca local, que deberá basar su fortaleza en no tener restricciones de liquidez y en un conocimiento y relación profundas con la clientela.

IV

La defensa de un compromiso de progreso en base a pequeñas mejoras en los esquemas teóricos y en el acervo estadístico tiene su plasmación práctica en el capítulo dedicado metodología y experiencias en la elaboración de cuentas financieras. Siguiendo las experiencias de Cataluña y, especialmente, del País Vasco, se han propuesto una serie de orientaciones metodológicas para la elaboración de cuentas financieras y se han ilustrado empíricamente algunos de los aspectos suscitados en los capítulos teóricos.

La estimación de cuentas financieras para estas dos regiones pone de manifiesto que no siempre es fácil conciliar los valores, y sobre todo la tendencia, de un agregado clave de las mismas como es el ahorro financiero con los datos resultantes de las cuentas económicas, aunque por lo general tienden a confirmar la caracterización regional que se deriva de éstas últimas. Por lo que se refiere al caso del País Vasco, las especiales características de su metodología ha permitido, además, ilustrar un buen número de aspectos de la financiación.

En primer lugar, desde la perspectiva institucional del ahorro financiero, la economía vasca muestra la existencia de un sector público básicamente superavitario, de unas empresas francamente deficitarias y de unas economías domésticas que presentan cuantiosos excedentes. Estrechamente relacionado con esa estructura nos encontramos con el hecho de que, a pesar de la existencia de una capacidad de financiación global, en algunos años existe una dependencia del crédito exterior, seguramente debida a las

empresas, mientras que se otorga financiación al exterior mediante activos líquidos por parte de las familias.

Cuando de los flujos pasamos a los stocks vemos que los niveles de endeudamiento de las empresas y familias son francamente moderados, y que el intenso proceso de capitalización no ha incidido en su solvencia lo que demuestra que las inversiones generaron crecimiento y rentas. Por otro lado, se comprueba que existen claras asimetrías en la estructura de activos y pasivos de la economía vasca y que efectivamente además de un peso notable de los mercados crediticios nos encontramos que existe una clara dependencia del crédito exterior, algo que puede tener implicaciones conforme a lo discutido más arriba. Y no sólo eso, sino que la contrapartida es el mantenimiento de posiciones activas frente al exterior mediante valores a corto plazo. He ahí por tanto una primera confirmación del papel que puede jugar la conjunción de la preferencia por la liquidez con el reforzamiento de los mercados de crédito, si bien sus efectos reales dependientes de las condiciones apuntadas más arriba no son de fácil medición.

La última de las reflexiones se debe centrar en esos efectos reales, para abordar el que dentro de la financiación regional es quizá el otro punto clave junto con el de los flujos financieros, a saber: ¿cuáles son finalmente esos efectos *reales* que se deben dar en los mercados de crédito? No cabe duda de que cualquiera de sus expresiones, tanto en forma de racionamiento como de diferencial de tipos son difíciles de detectar. La experiencia americana proporciona ejemplos en ambos sentidos e indica que la divergencia espacial de tipos puede ser importante en los comienzos de una unión monetaria pero que tiende a desaparecer a medida en que esta se perfecciona. En el caso europeo, la convergencia de tipos ha progresado de forma asombrosa, a juzgar por los tipos más representativos de los mercados. Pero esa no deja de ser una visión muy por las alturas que no recoge la realidad de los mercados de crédito. Así, aún en el caso de un solo país como España, y por lo tanto con un mercado unificado desde antiguo, hemos podido constatar

que frente a la coincidencia substancial de tipos en el mercado hipotecario, existen también mercados regionales de crédito en lo que se refiere a los tipos preferenciales y de consumo. A diferencia de la homogeneidad existente en el mercado hipotecario, se comprueba que los problemas de información y la percepción del riesgo regional pueden ser potencialmente significativos. Pero hay que resaltar también que, de hecho, ocurre que son las regiones de menor renta las que tienden a contar con tipos más reducidos, y que ello contradice claramente las predicciones de algunas teorías de las que nos hemos hecho eco, según las cuales dichas regiones disfrutarían de peores condiciones de acceso al crédito debido al drenaje operado en su base de depósitos. Ni tal drenaje de depósitos es confirmado por los datos ni tampoco un mayor coste del crédito. Una vez más, como en el caso de los flujos financieros, el avance de la teoría junto con el de las estadísticas parece que nos van descubriendo una nueva realidad regional que en gran parte permanecía oculta bajo un manto de conjeturas que ya constituían un lugar común.

V

Para finalizar con una síntesis de todo lo anterior, habría que decir que LA FINANCIACION DE LAS ECONOMIAS REGIONALES representa una primera aproximación a una visión panorámica global de la incidencia de la financiación en los espacios regionales, que hasta hoy no se encontraba en la literatura de forma estructurada. Las referencias a las estadísticas regionales internacionales y, en particular, la aplicación de los esquemas desarrollados a la economía española y con mayor profundidad a casos concretos, como el de Cataluña y, especialmente, el del País Vasco puede parecer limitado en el momento actual, pero desde la perspectiva dinámica del proceso de unión monetaria alcanzará una relevancia sensiblemente mayor. En cualquier caso, más allá de las implicaciones regionales de la política monetaria, el trabajo aplicado ha puesto de

manifiesto que el estudio de las condiciones de financiación de una economía regional, aunque con implicaciones diferentes, tiene interés en sí mismo como lo tiene para un área monetaria.

BIBLIOGRAFIA

- ADEGUI, (1994): *Congreso de la pequeña empresa: Empresa txikien kongresua*, Adegui, Asociación de Empresarios de Gipuzkoa.
- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (1989): “ Apunte sobre la integración monetaria de los Estados Unidos”, *Situación*, nº 3.
- ALBERDI LARIZGOITIA, A (1995a): *La Financiación de una Economía Regional*, Tesis Doctoral, Universidad del País Vasco.
- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (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,.
- ALBERDI LARIZGOITIA, A. (1995c): Algunas enseñanzas de casi medio siglo de cuentas de la economía vasca, *Ekonomiaz* nº 31-32.
- ALBERDI, A. y DEL CASTILLO, F. (1987): "El impacto económico de la demanda pública en el período 1980-1984", *Ekonomiaz* nº 5-6
- ALBERDI LARIZGOITIA, A Y BARRENA LONGARTE, L. (1993): Un análisis de los convenios para la financiación de inversiones productivas en el País Vasco, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. Extraordinario.
- ALBERDI, A. ; BARRENA. L. Y OLALDE A. (1994): " Aproximación a las cuentas financieras de la economía vasca 1985 -1991", *Ekonomiaz*, nº 29.
- ALESSANDRINI, P. AND ZAZZARO, A.(1999): “A ‘Possibilist’ Approach to Local Financial Systems and Regional Development: The Italian Experience”, incluido en MARTIN (1999).

- ALVAREZ LLANO, R. (1980): "Flujos monetarios regionales y balanza de pagos", *Situación*, nº/ 7.
- ALVAREZ LLANO, R.(1981): "Los ajustes regionales de la balanza de pagos: el caso español", *Situación*, nº3.
- ALVAREZ LLANO, R.Y ANDREU, J. M. (1978): "Flujos financieros regionales y banca: un análisis comparativo internacional", *Boletín de Estudios Económicos*, nº 103..
- ALVAREZ, R.(1981a): "Los ajustes regionales de la balanza de pagos: el caso español", *Situación*, nº3.
- ALVAREZ, R.(1981b): " Las relaciones económicas con el exterior ", incluido en GARCIA CRESPO, M.; VELASCO BARROETABEÑA, R.; Y MENDIZABAL GOROSTIAGA, A., *La economía vasca durante el franquismo. Crecimiento y crisis de la economía vasca:1936-1980*, Editorial La Gran Enciclopedia Vasca, Bilbao.
- ALVAREZ, R.(1983): "Las relaciones económicas exteriores de la Comunidad Autónoma Vasca", *Información Comercial Española*, nº598
- ALLEN, R. E. (1994): *Financial Crises and Recession in the Global Economy*, Edward Elgar.
- ANDREU, J. M. (1991): "Bancos y Cajas de Ahorro: tratamiento geográfico del crédito", *Boletín de Información Comercial Española*, mayo, pp. 1341-1345.
- ASH, C. AND BELL, D. N. F. (1991): "The Regional impact of Changes in Interest Rates", *Stirling Discussion Papers in Economics, Finance and Investment*, nº5, march.
- BANCO BILBAO VIZCAYA (1992): *Renta nacional de España y su distribución provincial, 1989*, Banco Bilbao Vizcaya.

- BANCO DE BILBAO (1977): *Tablas Input-Output y Cuentas Regionales de Alava, Guipúzcoa, Navarra y Vizcaya*, Bilbao
- BANCO DE ESPAÑA: Boletín Estadístico.
- BOUDEVILLE, J.R. (1962): "Frontiers and interrelations of Regional Planning", *International Congress on Economic Development*, Vienna.
- BOWSER, N.; DEWEY DAANE, J. AND EINZIG, R. (1958): "The flow of funds between regions of the United States", *The Journal of Finance*, vol. XIII, nº1.
- CAJA LABORAL POPULAR, (1978): *La Balanza de Pagos del País Vasco. Relaciones Económicas con el Exterior*.
- CAMINAL, R. (1997): "Els fluxos de capital entre Catalunya i la resta del món (1990-1994)", incluido en *La balança de pagaments de Catalunya. Una aproximació al fluxos economicos amb la resta d'Espanya i l'estranger (1993-1994)*, Generalitat de Catalunya, 1997.
- CANZONERI, M.B.; GRILLI, V. AND MASSON, P. R.(ED.) (1992): *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Centre for Economic Policy Research.
- CARLINO, G. A. AND DEFINA, R. (1998): "Monetary Policy and the US States and Regions: Some Implications for European Monetary Union", *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper n° 98-17*.
- CASTELLS, A. y SICART, F. (1980): "Flujos financieros interregionales: Una aproximación al caso español". *Hacienda Pública Española*, nº 63.
- CASTELLS, A. i PARELLADA, M. (1983): "Els fluxos econòmics de Catalunya amb l'exterior", a *L'economia de Catalunya avui i demà*, Banco de Bilbao.

- CASTILLO CUERVO-ARANGO DEL, F. Y MARTINEZ GALBETE, J.M.(1986):
“Visión global y sectorial de la dependencia exterior vasca en el marco del Estado”, *Ekonomiaz*, nº4.
- CEBULA, R. J. AND ZAHAROFF, M. (1974): “ Interregional Capital Transfers and Interest Rate Differentials: an Empirical Note”, *The Annals of Regional Science*, 8, pp. 87-94.
- COPELAND, M (1952): *A study of Moneyflows in the United States*, National Bureau of Economic Research.
- COURCHENE, T. J. (1981): “ A Market Perspective on Regional Disparities”, *Canadian Public Policy- Analyse de Politiques*, VII: 4, pp. 504-518
- COURCHENE, T. J. (1993): “Reflections on Canadian Federalism: Are there implications for European economic and monetary union?”, *European Economy-Reports and Studies*, nº 5. Comission of the European Communities.
- CUESTA GONZALEZ , M. DE LA Y GARCIA-VERDUGO SALES, J. (1998):
“La influencia de la creación de crédito sobre las disparidades regionales en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 63-64.
- CHICK, V. (1986): "The evolution of the banking system and the theory of saving investment and interest", *Economies et Societés*, nº 8, pp. 111-126.
- CHICK, V. and DOW, S. C. (1988): “A Post-Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and Regional Development”, en *ARESTIS, (ed) 1988*.
- DAVIS, R. AND BANKS, L. (1965): “ Interregional Interest Rate Differentials”, *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, august.
- DE BANDT, O. AND DAVIS, E. P. (1999): “A Cross-Country Comparison of Market Structures in European Banking”, *Working Paper nº 7, European Cental Bank*, september.

- DOW, S. C. (1987a): “ The Treatment of Money in Regional economics”, *Journal of Regional Science*, 27 (1), pp. 13-24. Incluido también en *Dow, 1990*.
- DOW, S. C. (1987b): “Money and Regional Development”, *Studies in Political Economy*, 23 (2), pp. 73-94. Incluido también en *Dow, 1990*.
- DOW, S. C.(1990): *Financial markets and regional economic development*, Avebury, Gower Publishing Group.
- DOW, S. C. (1993): *Money and the Economic Process*, Edward Elgar.
- DOW, S. C. (1999): “The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of the Banking System”, incluido en MARTIN (1999).
- DOW, S. C. AND RODRIGUEZ FUENTES, J. (1997): “Regional Finance: A Survey”, *Regional Studies*,, vol. 31, 9, pp. 903-920.
- ESTRADA, A. Y VALLÉS J. (1994): “ Inversión y financiación empresarial en España”, *Ekonomiaz*, nº 30.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (1999): “Banking in the euro area: structural features and trends”, *Monthly Bulletin*, april.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (1999a): *Possible effects of EMU on the EU banking Systems in the medium and long term*, February.
- FELDSTEIN, M. AND HORIOKA, CH. (1980): “Domestic Saving and International Capital Flows”, *Economic Journal*, vol. 90. Las citas siguen la traducción española incluida en *Lecturas de economía monetaria internacional. Teoría e integración monetaria europea*, Introducción y selección: Saturnino Aguado Sebastián y Manuel Ahijado Quintillán, Ediciones Pirámide.
- FUNDACION BBV (1999): *Renta Nacional de España y su Distribución Provincial. Serie Homogénea. Años 1955 a 1993 y Avances 1994 a 1997*. Bilbao.

- FUNDACION EMPRESA PUBLICA (1992): *Un Panorama de la Industria Española*, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Madrid.
- GARCIA GRECIANO, B. Y RAYMOND, J. L. (1999): “ Las disparidades regionales y la hipótesis de convergencia: una revisión”, *Papeles de Economía Española*, nº80.
- GASKIN, M. (1960): “ Credit Policy and the Regional Problem”, *The Bankers Magazine*, vol CLXL, nº 1398, pp.151-158.
- GIRALDEZ PIDAL, E (1986): ” La inversión industrial: Algunas consideraciones en torno a su comportamiento sectorial y espacial durante la crisis de los sesenta “, *Situación*, nº1.
- GIRALDEZ PIDAL, E Y VILLEGAS TERCEÑO, P. (1984): ” El componente espacial de la inversión industrial durante el periodo 1969-1980”, *Situación*, nº3.
- GOODHART, C. A. E.(1989), *Money, Information and Uncertainty* , Macmillan Press.
- GOODHART, C. A. E AND SMITH, S.(1993): “Stabilization”, *European Economy_ Reports and Studies*, nº5, pp. 417-455. Comission of the European Communities.
- GURLEY, J. G. AND SHAW, J. S.(1955): “Financial Aspects of Regional Development”, *The American Economic Review*, vol. XLV, nº4.
- HAMMOND, G. W. (1998): “Monetary Policy and Regional Price and Wage Dispersion in the U.S.”, *The Review of Regional Studies*, vol 28, 3.
- HARRIGAN, F. J. AND MACGREGOR, P. T. (1987): “Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds: A model of Intermediate Capital Mobility”, *Journal of Regional Science*, vol. 27, nº3, pp. 357-367.

- HARTLAND, P. (1949): “Interregional payments compared with international payments”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 63, pp. 392-407.
- HERNANDO, I. Y VALLES, J. (1991): “ Inversión y restricciones financieras: evidencia empírica de las empresas manufactureras españolas”, *Boletín Económico*, Banco de España, setiembre.
- KASHYAP, A. K. AND STEIN, J. C. (1997).” The role of banks in monetary policy: A survey with implications for the European monetary union”, *Economic Perspectives*, September-October, Federal Reserve Bank of Chicago.
- KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, London Las referencias corresponden a la traducción española del Fondo de Cultura Económica: Teoría general de la ocupación el interés y el dinero, 1974.
- KEYNES, M. (ed.)(1975): *Essays on John Maynard Keynes*, Cambridge University Press.
- KRUGMAN, P.(1999): “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises”, The Official Paul Krugman Web Page.
- MARTIN PLIEGO, F. J. Y PAREJO GAMIR, J. A. (1983): “Flujos financieros interregionales en España: una visión dinámica”, *Hacienda Pública Española*, nº 84.
- MARTIN, R. AND MINN R. (1995): “Undermining the Financial Basis of Regions: The Spatial Structure and Implications of the UK Pension Fund System” *Regional Studies*, vol.29, 2, pp. 125-144.
- MARTIN, R. (1999): *Money and the Space Economy*, Wiley, Chichester.

- MATTHEWS, R. (1981): "Two alternative explanations of the Problem of Regional Dependency in Canada", *Canadian Public Policy - Analyse de Politiques*, Vol. VII, spring.
- MEADE, J. (1975): "The Keynesian Revolution", en *KEYNES, M.(ed.)(1975)*
- MEYER, JOHN R. (1963): "Regional Economics: A Survey", *American Economic Review*, march, nº 53.
- MEYER, P. (1967): "Price-Discrimination, Regional Loan Rates, and the Structure of the Banking Industry", *Journal of Finance*, nº22, pp. 37-48.
- MINSKY, H. P. (1964): "Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions", *American Economic Review*, 54, May, pp. 324-335.
- MOORE, C. Y. AND HILL, J. M. (1982): "Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds", *Journal of Regional Science*, vol.22, nº4, pp.499-512.
- MORGAN, E. V. (1973): "Regional Problems and Common Currencies", *Lloyds Bank Review*, vol. 110, pp. 19-30.
- MYRDAL; G. (1979): *Teoría económica y regiones subdesarrolladas*, Fondo de Cultura Económica, México. Es una reimpression de la traducción de 1959 de la obra original : *Economic Theory and Underdeveloped Regions*, Gerald Duckworth & Co Ltd., 1957, London.
- NAVARRO, M. RIVERA, O. Y OLARTE, F. J. (1995): "La competitividad de la industria manufacturera de la CAPV: determinantes y resultados", *Ekonomiaz*, nº 30.
- NEUMANN WHITMAN von, M. (1967): "International and Interregional Payments Adjustment: A Synthetic View", *Princeton Studies in International Finance*, nº 19.

- OSTAS, J. R. (1977): “ Regional Differences in Mortgage Financing Costs: A Reexamination”, *The Journal of Finance*, vol. XXXII, nº5. december.
- PARELLADA, M. (1997): “Conclusions”, *La balança de pagaments de Catalunya. Una aproximació al fluxos economicos amb la resta d'Espanya i l'estranger (1993-1994)*, Generalitat de Catalunya.
- POLLARD, J. (1999): “ Globalisation, Regulation and the Changing Organisation of Retail Banking in the United States and Britain”, incluido en MARTIN, R. (1999): *Money and the Space Economy*, Wiley, Chichester.
- PORTEOUS, D. J. (1995): *The Geography of Finance: Spatial dimensions of Intermediary Behavior*, Avebury, Aldershot.
- RAMASWAMY, R and SLOK T. (1998): “The Real Effects of Monetary Policy in the Eruopean Union: What are the Differences?”, IMF Staff Papers, vol. 45, nº 2.
- RAYMOND, J. L. (1994): “ La distribución regional del PIB per cápita y su evolución en el tiempo: un análisis de la hipótesis de convergencia”, *Revista Asturiana de Economía*, nº1.
- RIVERA, O. E IRIONDO, A. (1993): “La situación económico-financiera de la empresa industrial vasca (1984-1990), en *Financiación de las empresas en el Pais Vasco, Perspectivas del Sistema Financiero*, núm extraordinario.
- RODRIGUEZ FUENTES, C. J. (1993): “ Dinero, Política Monetaria y Economía Regional: Una Aproximación”, *Situación*, nº 2.
- RODRIGUEZ SAIZ, L.; MARTIN PLIEGO, J.; PAREJO GAMIR, J. A y ALMOGUERA LOPEZ, A. (1986): *Política económica regional*, Alianza Editorial, Madrid.

- RODRIGUEZ SAIZ, L.; MARTIN PLIEGO, J.; PAREJO GAMIR, J. A Y LOPEZ DIAZ, G.. (1981): *La distribución provincial del crédito en España*, Set Ed, Madrid.
- ROSS MACKAY, R. (1994): “ Automatic stabilisers, European union and national unity”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 18 , pp. 571- 585.
- SALA i MARTIN , X. AND SACHS, J. (1992): “Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States”, en *CANZONERI, M.B.; GRILLI, V. AND MASSON, P. R.(ED.) (1992)*.
- SAMOLYK, K. A. (1991): “A Regional Perspective on the Credit View”, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 27,pp. 27-38.
- SCHAFF, A. H. (1966): “Regional Differences in Mortgage Financing Costs”, *Journal of Finance*, vol. XXI, pp. 85-94.
- SCHWEIGER, I. AND MACGEE, J.(1961): “Chicago Banking””, *Journal of Business*, XXXIV, july.
- THOMAS, A. H. (1993): “Saving, Investment, and the Regional Current Account: An Annalysis of Canadian, British, and German Regions”, International Monetary Fund, WP 93/62.
- TORRERO MAÑAS, A. (1993): *La crisis del sistema bancario: lecciones de la experiencia de Estados Unidos*, Editorial Civitas.
- WINGER, A.R. (1969) “Regional growth Disparities and the Mortgage Market”, *Journal of Finance*, vol. XXIV, pp. 659-662.

INDICE

I.- INTRODUCCION.....	2
II.- LOS FLUJOS FINANCIEROS INTERREGIONALES: EL AJUSTE DE LA CUENTA FINANCIERA.....	12
II.1.- UNA ESCTRUCTURA CONTABLE PARA EL ANALISIS	17
II.2.- ANALISIS DEL PROCESO DE AJUSTE	21
II.3.- LA EVIDENCIA EMPIRICA ACERCA DE LOS FLUJOS FINANCIEROS	27
II.4.- ALGUNAS CONCLUSIONES EN TORNO A LOS FLUJOS FINANCIEROS A PARTIR DE LA EVIDENCIA EMPIRICA.....	49
III.- EL IMPACTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACION EN LA ECONOMIA REGIONAL	56
III.1.- LAS CONDICIONES DE LA ECONOMIA REAL	59
Estructura de la oferta productiva	59
Tejido empresarial.....	60
Competencia internacional.....	61
Composición de la demanda	64
Distinto ciclo coyuntural.....	64
III.2.- LAS CONDICIONES DE LA ECONOMIA FINANCIERA	67
Los flujos con el exterior: el problema de la “transferencia”.....	68
La preferencia por la liquidez y estructura de los activos y pasivos...	73

El enfoque del crédito	75
Diferenciación regional de tipos de interés y estructura bancaria.....	84
III.3.- FINANCIACION REGIONAL Y ESTRUCTURA BANCARIA	98
IV.- EL DESARROLLO DE ESTADISTICAS FINANCIERAS: METODO-	
LOGIA Y EXPERIENCIAS.....	101
IV.1.- LA NECESIDAD DE CUENTAS FINANCIERAS REGIONALES ...	101
IV.2.- METODOLOGIA DE LAS CUENTAS FINANCIERAS REGIO-	
NALES.....	103
IV.3.- RESULTADOS DE ALGUNAS EXPERIENCIAS	110
Ahorro financiero y cuentas reales.....	110
Las relaciones con el exterior.....	116
Endeudamiento del sector privado no financiero.....	119
Estructura de los activos y pasivos y preferencia por la liquidez	120
IV.4.- Algunas conclusiones finales.....	126
V.- RESUMEN Y CONCLUSIONES	129
Endogenidad.....	130
Ahorro e inversión.....	130
Flujos financieros	132
Las condiciones financieras	138
BIBLIOGRAFIA.....	145

INDICE DE CUADROS

CUADRO Nº 1.- AHORRO E INVERSION DE LAS CCAA EN 1993	41
CUADRO Nº 2.- SALDOS CON EL EXTERIOR DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS EN 1993	42
CUADRO Nº 3.1.- EL IMPACTO DE LAS CONDICIONES DE LA FINAN- CIACION EN UNA ECONOMIA REGIONAL	58
CUADRO Nº 4.1.- AHORRO FINANCIERO NETO DE CATALUÑA	111
CUADRO Nº 4.2.- AHORRO E INVERSION EN LA ECONOMIA VASCA...	112
CUADRO Nº 4.3.- AHORRO FINANCIERO DE LA ECONOMIA VASCA ...	114
CUADRO Nº 4.4.- FINANCIACION OTORGADA O RECIBIDA POR EL SECTOR EXTERIOR DE LOS DISTINTOS SECTORES RESIDENTES.....	117
CUADRO Nº 4.5.- FINANCIACION OTORGADA O RECIBIDA POR EL SECTOR EXTERIOR SEGÚN LOS DISTINTOS INTRU- MENTOS FINANCIEROS.....	117
CUADRO Nº 4.6.- ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO.....	119
CUADRO Nº 4.6.- ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINAN- CIEROS.....	121
CUADRO Nº 4.7.- POSICION EN TERMINOS DE SALDOS DE LAS EMPRE- SAS NO FINANCIERAS	123

CUADRO N° 4.8.- POSICION EN TERMINOS DE SALDOS DE LAS FAMI-

LIAS..... 125

INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO Nº 2.1.- RATIO CREDITO-DEPOSITOS DE LAS CCAA	44
GRAFICO Nº 2.2.- EVOLUCION DE LAS CCAA CON ALTOS NIVELES RELATIVOS DE CREDITO.....	44
GRAFICO Nº 2.3.- EVOLUCION DE LAS CCAA CON RATIOS ALGO MENORES QUE LA MEDIA.....	45
GRAFICO Nº 2.4.- EVOLUCION DE LAS CCAA CON MUY BAJO NIVEL RELATIVO DE CREDITO	45
GRAFICO Nº 2.5.- DEPOSITOS Y CREDITOS EN RELACION A LA RENTA	47
GRAFICO Nº 3.1.- COMPETITIVIDAD PRECIO DEL PAIS VASCO FRENTE A LA UNION EUROPEA.....	62
GRAFICO Nº 3.2.- COMPETITIVIDAD PRECIO DEL PAIS VASCO FRENTE A PAISES DESARROLLADOS	62
GRAFICO Nº 3.3.- CICLO INDUSTRIAL DEL PAIS VASCO COMPA- RADO CON PAISES DEL SME.....	65
GRAFICO Nº 3.4.- CICLO INDUSTRIAL DEL PAIS VASCO COMPA- RADO CON ESPAÑA Y PAISES ANGLOSAJONES	66
GRAFICO Nº 3.5.- MERCADO REGIONAL DE CREDITO BAJO LA HIPOTESIS NEOCLASICA	79
GRAFICO Nº 3.6.- MERCADO REGIONAL DE CREDITO BAJO LA	

HIPOTESIS KEYNESIANA.....	80
GRAFICO Nº 3.7.- TIPOS A LARGO PLAZO EN LA ZONA EURO	88
GRAFICO Nº 3.8.- TIPOS DE INTERES DE LOS DEPOSITOS DE LAS CAJAS DE AHORROS DEL PAIS VASCO Y ESPAÑA.....	90
GRAFICO Nº 3.9.- TIPOS DE ACTIVO A MEDIO PLAZO DE LAS CAJAS DE AHORRO DEL PAIS VASCO Y DE ESPAÑA.....	90
GRAFICO Nº 3.10.- TIPOS DE ACTIVO A LARGO PLAZO DE LAS CAJAS DE AHORROS DEL PAIS VASCO Y ESPAÑA.....	91
GRAFICO Nº 3.11.- TIPOS PREFERENCIALES DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE RENTA ALTA	93
GRAFICO Nº 3.12.- TIPOS PREFERENCIALES DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE MENOR RENTA	94
GRAFICO Nº 3.13.- TIPOS HIPOTECARIOS DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE RENTA ALTA	95
GRAFICO Nº 3.14.- TIPOS HIPOTECARIOS DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE MENOR RENTA	95
GRAFICO Nº 3.15.- TIPOS AL CONSUMO DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE RENTA ALTA	96
GRAFICO Nº 3.16.- TIPOS PREFERENCIALES DECLARADOS POR LAS CAJAS EN REGIONES DE MENOR RENTA	97