

# INTEGRACION MONETARIA Y ESTRUCTURA FINANCIERA. IMPLICACIONES PARA LOS MERCADOS REGIONALES DE CREDITO

*Sheila C. Dow\**  
*Carlos J. Rodríguez Fuentes\*\**

La consideración de la literatura financiera regional resulta útil para el análisis de la influencia que puede ejercer el sector financiero en el proceso de convergencia entre las economías de la Unión Europea que forman parte de la zona euro. En este trabajo se analiza esta literatura desde la óptica de la estructura de mercado, distinguiéndose tres estructuras diferentes que podrían caracterizar al mercado financiero europeo: mercados de capitales perfectos, segmentación institucional y segmentación de mercado. Si bien en la mayoría de los estudios sobre la integración financiera en Europa se ha empleado la primera de las estructuras mencionadas, la de los mercados en competencia perfecta, existen algunas razones de peso para argumentar que incluso a pesar de la existencia de una plena integración en el plano monetario, es probable que la estructura del sistema financiero europeo se caracterice por la persistencia de algún tipo de segmentación, sea ésta de tipo institucional o de mercado. En el presente trabajo se exploran diversas corrientes teóricas que se han ocupado del estudio de los mercados financieros regionales, particularmente las teorías neokeynesiana y postkeynesiana sobre el racionamiento de los mercados regionales de crédito.

**Palabras clave:** *integración monetaria, sistema crediticio, teoría monetaria, neokeynesianismo, postkeynesianismo.*

**Clasificación JEL:** *E12, E44, F36.*

## 1. Introducción

Uno de los principales objetivos que persigue deliberadamente la Unión Europea (UE), y que al mismo tiempo constituyó un requisito indispensable para todos aquellos Estados miembros

que deseaban acceder a la tercera y última fase de la Unión Monetaria Europea (UME), es el de la consecución de mayores niveles de convergencia económica entre sus Estados miembros. Pero, a pesar de ello, lo cierto es que en la actualidad la UE se sigue caracterizando por la existencia de importantes disparidades entre las distintas economías que la conforman. No obstante, se espera que los avances que se vayan registrando en el proceso de integración económica contribuyan a la atenuación

---

\* Universidad de Stirling. Department of Economics.

\*\* Universidad de La Laguna. Departamento de Economía Aplicada.

ción de tales disparidades y, particularmente, los alcanzados en el campo financiero y monetario. Las supuestas ventajas que la integración monetaria europea podría tener sobre la convergencia regional fueron analizadas por la Comisión de la UE, aunque brevemente, al estudiar los potenciales costes y beneficios derivados de la introducción de la moneda única:

«Aparte del abandono de los tipos de cambio nominales y de otras formas encubiertas de imposición, la Unión Monetaria tendrá un efecto específico en las regiones y países menos desarrollados de la Unión. Este efecto se encuentra relacionado con el menor desarrollo de sus mercados financieros, así como con la existencia de excesivos déficit públicos y la necesidad de recurrir a determinadas formas encubiertas de imposición. Todo esto podría ocasionar la expulsión de los demandantes locales de crédito más débiles en los mercados regionales de crédito» (Emerson *et al*, 1992, página 255).

El «efecto expulsión» mencionado en la cita anterior se suele justificar por la necesidad de recurrir a la introducción de medidas de intervención monetaria directa en aquellos países que dispongan de mercados financieros menos desarrollados, o bien por el mayor peso de los monopolios de carácter local. De este modo, el proceso de integración financiera europeo beneficiaría a los demandantes de fondos en esos países o regiones de la UE, tanto a través del incremento de la disponibilidad de fondos en esos mercados potencialmente racionados, como a través de la reducción del coste (tipo de interés) del endeudamiento. Estos dos efectos, la mayor disponibilidad y el menor coste de los fondos, repercutirían positivamente en el crecimiento económico de tales países o regiones, y contribuirían de este modo a la reducción de las disparidades económicas interregionales en el largo plazo.

El propósito de este trabajo es el de reflexionar sobre la validez de este razonamiento al considerar las diferencias que en materia de estructura y comportamiento financiero puedan darse entre las distintas economías que conforman la UE. Nuestro propósito es el de analizar, desde un punto de vista teórico, aquellos mecanismos a través de los cuales la estructura y el comportamiento financiero de una economía en particular

podrían incidir sobre sus resultados macroeconómicos, así como los efectos inducidos que el avance en la integración monetaria europea puede ejercer sobre la estructura cambiante del sector financiero. Nuestra discusión se completará con unas breves referencias a las implicaciones que en materia de política monetaria se derivan de nuestro análisis.

Los fundamentos teóricos de nuestro trabajo se encuentran en la denominada literatura financiera regional, la cual se ha encargado de analizar las implicaciones regionales derivadas del funcionamiento del sector financiero nacional<sup>1</sup>. De acuerdo con la literatura mencionada, se podrían distinguir tres diferentes estructuras financieras en el plano regional: *i*) Mercados de capitales perfectos; *ii*) segmentación institucional; y *iii*) segmentación de mercado. En nuestro trabajo se considerarán estas tres posibilidades al analizar el caso concreto europeo, al tiempo que se intentarán identificar sus respectivos fundamentos teóricos.

Una de las conclusiones que se desprenden de este trabajo es que la estructura de mercados de capitales perfectos es probable que sea aplicable al estudiar las posibilidades de financiación de las grandes corporaciones y multinacionales europeas, mientras que las dos estructuras financieras restantes —segmentación institucional y de mercado— es probable que persistan para el segmento de las pequeñas y medianas empresas. De estas conclusiones se derivan algunas implicaciones regionales evidentes, en la medida en que la existencia de segmentación institucional y de mercado en el sector financiero, así como la utilización de rutinas convencionales por parte de las instituciones crediticias en la evaluación del riesgo de insolvencia de los demandantes de financiación, podrían dar pie a una asignación del crédito que no coadyuvara al crecimiento económico de determinadas economías.

La conclusión general que se podría desprender de nuestro razonamiento es que tanto la estructura financiera resultante del proceso de integración europeo, como el propio comporta-

<sup>1</sup> Véase DOW y RODRIGUEZ-FUENTES (1997) para una revisión de esta literatura.

miento de los agentes financieros, son factores que pueden influir sustancialmente en los resultados macroeconómicos de las distintas regiones que componen la UE, por lo que tales aspectos deberían ser contemplados explícitamente en las políticas económicas (nacionales o supranacionales) practicadas.

## 2. Estructura financiera regional

### Mercados de capitales perfectos

Al analizar el funcionamiento del sector financiero a nivel regional, la mayor parte de los analistas suelen asumir, por analogía con el denominado monetarismo global que predomina en la literatura financiera internacional, la existencia de mercados de capitales perfectos. Por este motivo, se concluye, las regiones no disponen de una verdadera identidad monetaria, en la medida en que sus condiciones monetarias y financieras no pueden diferir sustancialmente de las existentes en el resto del territorio nacional, debido a la elevada movilidad interregional del factor capital, así como a la perfecta integración existente entre los distintos mercados financieros regionales. El volumen de crédito en una región se encontraría determinado por la demanda regional, mientras que los tipos de interés se mantendrían, gracias al arbitraje interregional, en unos niveles uniformes en todas las regiones del territorio nacional. De este modo, las diferencias regionales en términos financieros vendrían explicadas por diferencias regionales en materia de demanda de crédito. Desde esta perspectiva, las diferencias regionales en términos de la demanda de crédito, y particularmente en materia de elasticidad de esta última con respecto al tipo de interés nacional, vendrían determinadas por el perfil de especialización productivo-sectorial de cada región (véase, por ejemplo, Fishkind, 1977). Es evidente que dentro de este esquema de razonamiento el sistema bancario desempeña un papel *menor y neutral* en el desarrollo regional, en el sentido de que sólo se limita a facilitar los flujos interregionales de capital, ya sea a través de su red de sucursales, o mediante la compraventa de activos financieros en los distintos mercados financieros regionales (véase Ingram, 1959).

La mayor parte del análisis macroeconómico que se ha ocupado del estudio de los efectos regionales de la UME suele apoyarse en el esquema teórico antes descrito. De hecho, la Comisión siempre ha señalado que los beneficios de la UME para las regiones menos favorecidas se desprenderían del mayor nivel de integración alcanzado entre los distintos mercados financieros de la UE, lo cual terminaría aboliendo definitivamente las diferencias interregionales en materia de desarrollo financiero (Comisión, 1990).

No obstante, entendemos que las expectativas mencionadas en el anterior párrafo no se encuentran totalmente avaladas por la realidad económica. De este modo, el simple hecho de que la Comisión se haya planteado la necesidad de profundizar en la construcción del mercado financiero único demuestra que la situación anterior no se caracterizaba por la existencia de un mercado perfecto. Es discutible, además, que esta situación de perfecta integración pueda darse en Europa en un horizonte temporal próximo. Por ejemplo, la armonización fiscal y reguladora que acarrea un mercado financiero único no implica, necesariamente, la uniformidad en las condiciones financieras que prevalecen en cada mercado, ya que siempre habrá diferencias regionales en términos de rendimientos del capital. El caso más evidente en el que sí es probable que exista un mercado financiero perfecto es en el segmento de la banca internacional, la cual opera en condiciones muy próximas a las de homogeneidad en términos fiscales y regulatorios. Sin embargo, lo que nos interesa desde nuestra perspectiva es si esta homogeneidad de mercado que prevalece a nivel internacional finalmente se traduce en condiciones uniformes para los demandantes de crédito en los diferentes tipos de economías existentes en la UE. Si bien es probable que lo anterior sea cierto para el segmento de las grandes compañías, en la medida en que éstas disponen de acceso a los mercados financieros internacionales, no creemos que lo mismo pueda sostenerse en el caso de las empresas de menor dimensión, las cuales suelen operar en el ámbito nacional y/o regional. En este último caso es más que probable que las denominadas imperfecciones de mercado no sean eliminadas por la integración monetaria, tal y como parece sostener

la Comisión Europea. De hecho, existe evidencia empírica que confirma la existencia de segmentación incluso en aquellos mercados financieros nacionales en los que existe armonización fiscal y regulatoria (McKillop y Hutchinson, 1990 y Gentle, 1993 ofrecen evidencia empírica sobre el sistema financiero británico). En nuestra opinión, por lo tanto, existen argumentos suficientes para cuestionar la aplicabilidad del esquema teórico de mercados de capitales perfectos al caso de la UE, máxime teniendo en cuenta que en el seno de la UE se han armonizado, que no unificado, las condiciones financieras, y que es más que probable que sigan coexistiendo notables diferencias en materia de comportamiento de los agentes financieros a nivel interregional. Son estas «imperfecciones» de mercado las que la literatura financiera regional estudia, la cual se aborda en los siguientes apartados del trabajo. En primer lugar nos ocuparemos de las imperfecciones que aparecen como consecuencia de la existencia de segmentación institucional, para pasar después a estudiar las que se desprenden de la existencia de segmentación de mercado.

### **Segmentación institucional**

En el plano financiero, la Unión Europea se caracteriza por la existencia de distintos sistemas financieros nacionales con estructuras diferenciadas, en los cuales también operan otras instituciones financieras de dimensión internacional. De este modo, la estructura financiera europea estaría caracterizada por la existencia de un sistema financiero estructurado en dos niveles (*two-tier banking system*), teniendo las instituciones financieras ubicada en cada nivel una dimensión o alcance de actuación diferente. Este tipo de estructura financiera es la que tradicionalmente ha caracterizado al sistema financiero estadounidense, la cual es producto de una regulación bancaria pasada que limitaba la expansión geográfica de las entidades bancarias de un Estado federal hacia los restantes, si bien tales limitaciones se han ido aboliendo en las últimas décadas. En esta particular estructura de mercado (*two-tier banking system*) se asume la existencia de perfecta movilidad del factor capital en el mercado

nacional, mientras que las instituciones que operan a nivel regional/local disponen de cierto poder de monopolio en sus respectivos mercados para añadir un margen adicional al tipo de interés que se establece exógenamente en el mercado nacional (véase Moore y Hill, 1982).

Una de las hipótesis que se baraja en este trabajo es que la estructura financiera de la UE se caracteriza por la existencia de cierta segmentación institucional. Aunque en principio las instituciones financieras pueden operar libremente en todos los países de la UE, en virtud de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, lo cierto es que la mayor parte de las operaciones de expansión bancarias se han producido entre países que comparten algunas características (por ejemplo, proximidad geográfica), o bien se ha tratado de operaciones relacionadas con la toma de posiciones en los principales centros financieros europeos. De este modo, las fusiones y demás acuerdos de colaboración que ha fomentado el proceso de liberalización del sector bancario europeo han permitido mantener la identidad nacional de los distintos sistemas financieros nacionales, al tiempo que han permitido a algunas instituciones beneficiarse de las potenciales economías de escala del sector (véase Gardener y Molyneux, 1990). Sin duda, todas estas estrategias han contribuido al desarrollo de un sistema bancario europeo, si bien en él sigue coexistiendo un amplio grupo de instituciones que mantienen una cierta identidad nacional. El desarrollo de la banca paneuropea es lo que ha hecho factible que las grandes empresas y corporaciones se enfrenten a una oferta de crédito altamente competitiva en el mercado financiero europeo.

Sin embargo, la estructura financiera europea también se caracteriza por la existencia de un segundo nivel (*second tier*) en el plano bancario, el cual se orienta mayoritariamente al mercado regional/local, y no al europeo. Es este segmento bancario el que más seriamente se vería afectado por la apertura del sector financiero europeo a la competencia internacional, aunque la Comisión europea ha señalado que los bancos regionales terminarían recuperando sus posiciones de mercado en el medio-largo plazo, una vez que se acomodasen a la nueva situación competitiva (Comisión, 1990). Estas conclusiones encuentran

apoyo parcial, al menos en lo que respecta a los bancos nacionales, en Branson (1990) y Goodhart (1987). Sin embargo, los fundamentos en los que se apoya el escenario optimista previsto por la Comisión con respecto al futuro de los bancos de dimensión regional, no están nada claros.

Una conclusión que se desprende del análisis anterior es que es previsible que la segmentación institucional persista en el mercado bancario europeo, en la medida en que muchos bancos nacionales seguirán manteniendo una cierta identidad nacional. Pero las empresas con acceso a las grandes instituciones bancarias nacionales también tienen acceso a los bancos internacionales, los cuales tienen una presencia creciente en los centros financieros europeos. Este hecho pondrá ciertos límites al poder de monopolio del que disponen los grandes bancos nacionales en sus respectivos Estados miembros de origen, por lo que el argumento de la segmentación institucional tendrá poca significación en este segmento del mercado bancario europeo. Las perspectivas para el segmento de la banca regional son más inciertas, sin embargo. Sin duda, en este segmento existen ya elevados niveles de competencia debido a la presencia de la banca nacional e internacional (véase Gentle, 1993). No obstante, si los bancos locales logran sobrevivir a esta dura competencia, es probable que puedan disfrutar de una cierta posición de monopolio en el segmento de la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Se ha demostrado que estas empresas se enfrentan a serios problemas a la hora de obtener financiación debido a la existencia de deficiencias en su gestión (véase, por ejemplo, Department of Trade and Industry, 1991); y es evidente que estos problemas de gestión pueden llegar a ser incluso más importantes cuando se trata de negociar con grandes instituciones financieras, ya sea nacionales o internacionales, en vez de con bancos de dimensión regional/local.

Pero los diferentes niveles existentes en el sistema bancario europeo no sólo pueden distinguirse en función de la localización o el tamaño de mercado de sus instituciones, sino también por el grado de desarrollo alcanzado por cada una de las instituciones enclavadas en uno y otro segmento. La Comisión Europea ha señalado que el menor grado de desarrollo financiero

suele venir acompañado de mayores niveles de déficit públicos e imposición encubierta (Emerson *et al*, 1992, página 225), en la medida en que los recursos financieros suelen ser dirigidos de un modo muy importante hacia la financiación del sector público. El corolario que se desprende del diagnóstico de la Comisión es que la liberalización financiera conducirá a un estadio de desarrollo más avanzado del sistema financiero; por lo tanto, el Mercado Único, conjuntamente con las restricciones fiscales impuestas por el Tratado de Maastricht y la armonización fiscal, deberían conducir a un mayor nivel de desarrollo financiero en toda la UE. Sin embargo, este argumento es muy cuestionable, y no sólo porque en él se asume que el sistema financiero proporciona un nivel dado (limitado) de financiación, sino también porque excluye otras cuestiones relevantes relacionadas con el desarrollo bancario, ya señaladas por Chick (1993), tales como las diferentes trayectorias históricas seguidas por cada uno de los sistemas bancarios que componen la UE.

En el esquema de las etapas de desarrollo bancario desarrollado por Chick se demuestra que los sistemas bancarios funcionan de una forma muy diferente dependiendo del estadio de desarrollo en el que se encuentren<sup>2</sup>. En líneas generales, en este enfoque se sugiere que a medida que se avanza en los distintos estadios de desarrollo del sistema bancario, los bancos aumentan su capacidad para proporcionar crédito. Del mismo modo, y al generalizarse entre los bancos las operaciones fuera de balance (*off balance*) y de gestión de activos (*liability management*), el sistema bancario va desarrollando una mayor capacidad para expandir internamente el volumen de crédito independientemente de las condiciones reales de la economía. La competencia extrema entre los intermediarios financieros bancarios y no bancarios da lugar a un estrechamiento de los márgenes financieros, al tiempo que las autoridades monetarias comienzan a intentar controlar la expansión del crédito por medios diferentes a los utilizados tradicionalmente. Como resultado de la introducción de estas nuevas prácticas de control

<sup>2</sup> En RODRIGUEZ FUENTES (1996) se ofrece una descripción de esta teoría.

monetario, los bancos innovan (*off balance sheet operations*) para de esa forma evadir los controles y mantener sus niveles de rentabilidad (véase Gardener, 1988). En los últimos estadios de desarrollo bancario, la tradicional diferencia que existe entre los intermediarios bancarios y no bancarios se desdibuja cada vez más debido a la continua diversificación y ampliación de los medios de pago existentes, residiendo de este modo la diferencia entre unos y otros intermediarios en la legislación bancaria (véase Cowen y Kroszner, 1994, para una revisión de la literatura que apoya esta perspectiva). De este modo, el mantenimiento del carácter distintivo de los bancos sólo puede justificarse por su conocimiento particular de los prestamistas y demás clientes, así como también por la necesidad de seguir utilizando el dinero bancario como un medio de pago (véase Folkers-Landau *et al*, 1991).

Desde la perspectiva de la segmentación institucional, la cuestión clave a analizar sería la dinámica que se sigue tras la apertura de los mercados financieros cuando ésta implica a sistemas bancarios que se encuentran en distintos estadios de desarrollo. Llegados a este punto, resulta necesario aclarar que los sistemas financieros que se encuentran en niveles de desarrollo más avanzados no necesariamente se encuentran organizados de un modo más óptimo para contribuir al desarrollo económico. Así, podría argumentarse que el sistema bancario alemán contribuiría más al crecimiento económico que el británico debido al tipo de relaciones bancarias que prevalecen en uno y otro, al mayor predominio de la financiación a largo plazo, etcétera (véase, por ejemplo, Pozdena y Alexander, 1991). Sin embargo, algunos predicen que el modelo bancario «tipo alemán» no podrá resistir la competencia del sistema «tipo británico» (véase Eliasson, 1991), y que los bancos alemanes terminarán por emular las estrategias que siguen los bancos anglosajones en un mercado financiero globalizado para no dañar así ni su rentabilidad, ni sus respectivas cuotas de mercado. Podemos afirmar que la competitividad de los bancos aumenta a medida que aumenta su estadio de desarrollo, y que en este contexto altamente competitivo los bancos regionales/locales sólo podrían sobrevivir si logran hacer

valer las ventajas que se derivan de su localización (mayor proximidad y conocimiento del mercado).

El aumento de la concentración que se deriva de la apertura de mercados bancarios nacionales que mantienen importantes diferencias en materia de desarrollo financiero tiene dos importantes consecuencias. La primera es que un sistema bancario altamente concentrado se comporta de un modo muy diferente al que goza de mayores niveles de competencia, particularmente en lo que se refiere a sus potenciales efectos regionales. Es en este momento cuando la «dimensión espacial» adquiere una gran significación al analizar la distribución del crédito debido a las diferencias existentes en materia de conocimiento de la economía regional que pueden existir entre los bancos locales/regionales, nacionales e internacionales (véase, por ejemplo, Porteous, 1995; Fazzari *et al*, 1991 utiliza el mismo argumento, al distinguir entre pequeños y grandes demandantes de fondos). En segundo lugar, el patrón de creación de crédito bancario difiere sustancialmente atendiendo al grado de desarrollo alcanzado por el propio sistema bancario: cuanto mayor sea el estadio de desarrollo alcanzado, menor efectividad tendrán las intervenciones monetarias directas y mayor será la efectividad de las medidas indirectas (aquellas que pueden influir sobre la preferencia por la liquidez de las instituciones financieras, y de este modo sobre su disposición a prestar)<sup>3</sup>. Sin embargo, esto no afecta a la libertad de la que disponen los propios bancos para limitar o racionar el crédito que proporcionan a determinados demandantes, o incluso el volumen de crédito que ofrecen a nivel agregado. Todo esto no hace más que resaltar la importancia que adquiere la información o conocimiento de que los bancos disponen sobre sus clientes a la hora de determinar la composición y tamaño de su activo. Pero esta cuestión todavía resulta más importante en el caso de la segmentación del mercado, como veremos a continuación.

<sup>3</sup> Véase DOW y RODRIGUEZ-FUENTES (1998).

## Segmentación del mercado

Es evidente que incluso existiendo instituciones financieras que operasen en todo el mercado bancario europeo, éste podría seguir estando segmentado, posibilitando de este modo la existencia de condiciones crediticias diferentes en determinadas áreas del mismo. Dentro de la literatura financiera regional, y cuando se estudian economías que disponen de instituciones bancarias que operan en todo el territorio nacional, como podría ser el caso de España y del Reino Unido, el análisis se centra en la posibilidad de que sean estos bancos nacionales los que segmenten el mercado bancario (véase MacKillop y Hutchinson, 1990 para el caso británico). En la medida en que las pequeñas y medianas empresas dependan crediticiamente de las sucursales o filiales regionales de los grandes bancos nacionales, entonces existe la posibilidad de que tales bancos apliquen políticas crediticias diferenciadas en los distintos mercados regionales que conforman el mercado bancario nacional. Aunque los bancos poseen una estructura de tipos de interés que puede parecer uniforme a nivel nacional, éstos disponen de varias posibilidades para diferenciar sus precios regionalmente. La primera tiene que ver con la prima de riesgo crediticio que aplican. Si las entidades bancarias pudieran cuantificar el riesgo de crédito de un modo certero, entonces podrían aplicar un tipo de interés regionalmente diferenciado si efectivamente existiera un patrón de riesgo crediticio regionalmente diferenciado. De este modo, la segmentación del mercado sería consecuencia directa de las condiciones económicas regionales, y no un factor que contribuiría a las diferencias económicas regionales en sí.

En segundo lugar, los diferenciales regionales en materia de tipos de interés también podrían justificarse por la existencia de mayores costes en la recopilación de información para evaluar el riesgo crediticio (véase, por ejemplo, Harrigan y McGregor, 1987). Este segundo factor podría relacionarse, a su vez, tanto con la distancia física entre los demandantes y oferentes de crédito, y particularmente con respecto al centro de toma de decisiones de este último (véase Porteous, 1995), como con la dimensión relativa de los demandantes de crédito (cuanto

menor sea el tamaño del crédito, mayor será el coste de evaluación, tanto por la existencia de costes fijos en su tramitación, como por la necesidad de recurrir a procedimientos no estándares en su evaluación). Este argumento se encuentra avalado por una extensa lista de contribuciones que resaltan las dificultades a las que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas en los mercados de crédito (véase, por ejemplo, Fazzari *et al*, 1991).

En tercer lugar, no podemos pasar por alto que el coste del endeudamiento no sólo viene determinado por el tipo de interés oficial aplicado, sino también por las comisiones bancarias aplicadas y demás gastos de tramitación, por ejemplo, algunos bancos en EE UU, exigen a sus clientes (demandantes de crédito) mantener un saldo mínimo en cuenta, lo cual supone un coste de oportunidad para el cliente de la institución. Además, y como consecuencia del drástico estrechamiento de los márgenes de intermediación a que ha conducido el proceso de desregulación y liberalización experimentado por el sector, es un hecho que la cuenta de resultados de los bancos cada vez descansa más en el cobro de comisiones por la prestación de servicios. Es importante, por tanto, que todos estos costes sean computados a la hora de analizar las diferencias regionales en términos de tipos de interés. Sin embargo, es sabido que la información disponible a nivel regional sobre estas variables es muy escasa, por lo que esta asimetría en materia de información por el lado de la demanda de crédito podría perpetuar la segmentación existente en los mercados de crédito.

Si la segmentación de mercado puede persistir dentro de un sistema bancario nacional, tal y como McKillop y Hutchinson (1990) han demostrado para el caso británico, entonces es muy probable que también pueda hacerlo en el conjunto de la UE (véase Chick y Dow, 1997). Es por todo ello por lo que cabe esperar que el mercado crediticio europeo se caracterice, durante algún tiempo, tanto por la existencia de segmentación de mercado como institucional. Con el propósito de analizar hasta qué punto es previsible que persista esta segmentación, analizaremos sus orígenes desde el punto de vista de la teoría nekeynesiana en primer lugar y, a continuación, desde la perspectiva de la teoría postkeynesiana.

### 3. La aproximación neokeynesiana sobre el racionamiento de los mercados de crédito

La teoría neokeynesiana sobre el racionamiento de los mercados de crédito se desarrolla a partir del rechazo del enfoque de mercados de capitales perfectos implícito en la formulación de Modigliani-Miller. Desde esta perspectiva, el crédito bancario es visto como la única alternativa de financiación ante la imposibilidad de acceder a otras fuentes diferentes a aquél. De este modo, cualquier situación de desequilibrio que se registre en el mercado de crédito, como por ejemplo la existencia de una demanda insatisfecha, tendrá consecuencias macroeconómicas, en la medida en que no existen otras alternativas de financiación disponibles para el demandante. Para los neokeynesianos, esta situación de racionamiento es consecuencia directa de la existencia de información imperfecta en el mercado de crédito, y centra su análisis en el estudio de las dificultades con las que se enfrentan los bancos a la hora de recopilar información.

En la teoría neokeynesiana, las instituciones bancarias desempeñan una función crucial y única como consecuencia de sus peculiares capacidades para obtener información relevante sobre sus potenciales clientes: «La esencia del proceso de creación de crédito reside en la recopilación y transmisión de información» (Bernanke, 1993, página 51). Los bancos podrían racionar el mercado crediticio por dos motivos, fundamentalmente, los cuales tienen que ver con las asimetrías de información existente entre demandantes y oferentes de crédito en relación al riesgo de impago de los primeros. El primer motivo es el denominado problema de riesgo moral (*moral hazard*), el cual podría propiciar que ante una elevación de los tipos de interés, los demandantes de fondos orientaran sus inversiones hacia proyectos más arriesgados y, previsiblemente, con mayores rentabilidades en el corto plazo. El segundo motivo es el denominado principio de selección adversa (*adverse selection*) a que podría dar lugar el proceso anterior: los mayores tipos de interés desplazarían del mercado a aquellos demandantes con proyectos de inversión menos arriesgados y con una menor rentabilidad en el corto plazo (Stiglitz y Weiss, 1981).

Tanto la literatura sobre la segmentación institucional como la de mercado podrían ser interpretadas en estos términos. La segmentación institucional podría aparecer desde el momento en que distintas instituciones dispusieran de diferente información sobre el mismo mercado. De este modo, los sistemas bancarios nacionales podrían persistir en Europa debido a su mejor conocimiento sobre los mercados locales frente a las instituciones extranjeras. Por su parte, los bancos locales/regionales podrían sobrevivir si dispusieran de mayor y mejor información que los bancos nacionales y extranjeros sobre las características relevantes de las empresas de su entorno. «Mejor información» significaría menores costes de información y/o menores asimetrías de información. La segmentación de mercado tendría entonces su origen, tanto en el desconocimiento que las instituciones bancarias nacionales/internacionales tienen sobre las posibilidades reales del mercado regional, como en el propio desconocimiento de los demandantes locales de crédito sobre otras fuentes alternativas de financiación. En ambos casos, el resultado final será que los demandantes de fondos soportarán mayores tipos de interés y una menor disponibilidad de crédito. Es muy probable que la mayor parte de las pequeñas empresas de las regiones menos avanzadas de la UE estén padeciendo la situación antes descrita, por lo que la actuación del sistema financiero podría estar incidiendo en las perspectivas de convergencia regional a nivel europeo.

Los resultados esperados en el informe de la Comisión Europea sobre la apertura total de los mercados financieros europeos eran que su liberalización terminaría por eliminar las potenciales asimetrías de información existentes hasta ese momento. También se esperaba que las diferencias existentes en términos de oportunidades de financiación entre pequeñas y grandes empresas persistieran durante algún tiempo, si bien se aseguraba que estas diferencias terminarían siendo eliminadas por el incremento en los niveles de competencia dentro del sector bancario. Este resultado sería reforzado por la introducción de la moneda única, al propiciar ésta una total transparencia de precios en el sector, así como el establecimiento de un único tipo de interés oficial. De este modo las diferencias

regionales en materia de tipos de interés tan sólo podrían ser un reflejo de las diferentes perspectivas de crecimiento económico a medio y largo plazo, en donde las regiones con mayores dosis de inestabilidad económica padecerían mayores primas por riesgo en sus mercados de crédito.

Como hemos visto, el enfoque nekeynesiano descansa sobre los conceptos de riesgo e información, los cuales se consideran predecibles y cuantificables. Sin embargo, en el próximo apartado nos adentraremos en un enfoque en el que se establece una clara distinción entre las nociones de riesgo e incertidumbre<sup>4</sup>, así como entre las de información y conocimiento y que, como veremos, nos resultarán útiles en nuestro intento de analizar el funcionamiento de los mercados regionales de crédito.

#### 4. El enfoque postkeynesiano sobre los mercados regionales de crédito

Al estudiar el proceso de creación de crédito bancario, la teoría monetaria postkeynesiana analiza ambos lados de la estructura del balance bancario (véase Cottrell, 1994 para una revisión de esta teoría), utilizando para ello un concepto de conocimiento que difiere sustancialmente del empleado en la teoría nekeynesiana sobre el racionamiento de crédito (a pesar de los argumentos en contra expresados por Fazzari, 1992; véase, Dow, 1998). La noción de información se refiere a un conjunto dado de posibles observaciones, las cuales son conocidas *a priori*. Por el contrario, la noción de conocimiento se refiere tanto a procesos como a sucesos concretos, no siendo conocidos *a priori*, necesariamente, el rango de posibles resultados futuros, por lo que nuestro conocimiento nunca puede entenderse como algo completo. Por su parte, la incertidumbre se refiere al riesgo no cuantificable.

Es desde esta perspectiva del conocimiento desde la que se elabora la teoría de la preferencia por la liquidez, y en la que desempeña un papel central la incertidumbre (véase Runde, 1994). Los activos financieros que comprenden el pasivo bancario tienen un distintivo muy peculiar, en la medida en que constituyen los activos con mayor liquidez (después del efectivo), y son por ello el objeto de la preferencia por la liquidez. Los bancos que tienen mayor éxito en la captación de depósitos a largo plazo son los que engendran mayores niveles de confianza, es decir, son los que pueden ofrecer mayores niveles de liquidez.

La historia bancaria nos muestra que, si bien la apertura de los mercados bancarios propicia una intensificación de la competencia en el corto plazo, en el largo plazo la liberalización del sector suele conducir a mayores niveles de concentración. Aunque la evidencia empírica disponible sobre la existencia de rendimientos crecientes a escala en el sector bancario no arroja resultados determinantes, no cabe duda de que la dimensión bancaria sí afecta positivamente a la confianza que los agentes económicos depositan en la institución. Las mayores instituciones bancarias se pueden proteger mejor frente a las adversidades del ciclo económico mediante la diversificación de su cartera de inversiones, y resulta sobradamente conocido que también reciben mayores apoyos por parte de las autoridades económicas cuando se enfrentan a situaciones de crisis debido al «efecto contagio» que podrían generar sobre el conjunto del sector. El tamaño también resulta determinante a la hora de atraer depositantes, así como a la hora de obtener condiciones de endeudamiento favorables en los mercados interbancarios. La dimensión, por tanto, puede actuar como un factor retroalimentador de los buenos resultados de la propia institución. Este razonamiento refuerza el argumento de que, si bien es previsible que en el mercado europeo bancario persista algún tipo de segmentación institucional debido a la preservación de la identidad nacional de las instituciones financieras de cada Estado miembro, lo más probable es que gran parte de estas instituciones extiendan su ámbito operativo al conjunto de la UE. Si éste fuera el caso, entonces el poder de monopolio del que dispon-

<sup>4</sup> El concepto de incertidumbre hace referencia a la ausencia en el momento presente de información que, llegado su momento, resultará relevante en la toma de decisiones (véase, JONES y OSTROY, 1984). Las relaciones entre los conceptos incertidumbre, riesgo y probabilidad se analizan en RUNDE (1994), CARABELLI (1995) y DOW (1995).

drían las entidades locales en sus respectivos mercados regionales tendría una significación marginal.

Pero los activos incluidos en el balance de la empresa bancaria también tienen un carácter peculiar debido a los vínculos que suelen establecerse entre los demandantes de fondos y la propia institución, y particularmente al conocimiento implícito y no fácilmente codificable que entrañan tales relaciones. Es obvio que este conocimiento puede resultar clave a la hora de evaluar el riesgo de insolvencia implícito en el negocio bancario. Ahora bien, conviene recordar que todo proyecto de inversión es un experimento crucial en el que ninguna distribución de frecuencia resulta apropiada para efectuar una evaluación objetiva del riesgo implícito en tal operación (Shackle, 1972). De este modo, los prestatarios deben formar su propio juicio con respecto al riesgo implícito en la operación de préstamo, sin que para ello puedan contar con información completa sobre el proceso, y siempre con la certidumbre de que nunca podrán alcanzar un nivel de conocimiento perfecto al respecto.

Los juicios o valoraciones sobre el riesgo de insolvencia a menudo descansan en criterios convencionales que completan los conocimientos disponibles. De este modo se pueden detectar distintos patrones en la evaluación de riesgos: para determinados tipos de prestamistas y para distintas fases del ciclo económico (véase Dow, 1996). Respecto a los primeros, debemos señalar que el crédito en las regiones periféricas sigue una trayectoria particular (véase Chick y Dow, 1988). El crédito concedido a las pequeñas empresas de ámbito local depende fuertemente de los bancos locales, en la medida en que los bancos nacionales suelen poner mayores dificultades a la hora de conceder financiación a este tipo de prestatarios. De este modo, tanto el coste como la cantidad disponible de crédito a nivel regional depende del estadio de desarrollo alcanzado por parte del sistema bancario regional: cuanto menor sea el grado de desarrollo bancario, menor será también la capacidad de la que disponen los bancos regionales para proporcionar crédito, independientemente de los respectivos niveles de depósitos bancarios captados con anterioridad. Asimismo, y en la medida en que las regiones menos desarrolladas suelen satisfacer sus aumentos en la

preferencia por la liquidez mediante la adquisición de activos financieros suministrados en los mercados de las regiones centrales (por el menor riesgo implícito que ello conlleva), los bancos regionales podrían ver limitada su capacidad para crear crédito debido a este drenaje de fondos desde la región hacia otros mercados menos arriesgados desde el punto de vista del ahorrador. Por otro lado, cuanto mayor sea la amenaza competitiva por parte de los bancos nacionales en términos de gestión de activos (*liability management*), menor será la capacidad de los bancos regionales para satisfacer la demanda regional de crédito.

Pero las economías periféricas no siempre padecen racionamiento en sus respectivos mercados de crédito. Así, por ejemplo, cuando se trate de economías que se encuentran fuertemente dominadas por actividades económicas con un determinado y conocido perfil cíclico, entonces es probable que durante las fases expansivas el volumen de crédito en esos mercados aumente sustancialmente (debido a la buena disposición de los bancos nacionales para proporcionar financiación en esos mercados regionales). Pero por el mismo motivo es probable esperar que ocurra lo contrario tan pronto se produzca un cambio de signo en la fase del ciclo económico. Por lo tanto, la conclusión que podemos extraer de lo anterior es que la disponibilidad de crédito en esos mercados tiende a seguir un patrón cíclico altamente inestable<sup>5</sup>. Por su parte, las empresas de mayor dimensión se enfrentarían a menores impedimentos a la hora de obtener financiación, ya sea porque suelen endeudarse en aquellas regiones en donde tienen su domicilio social (las regiones centrales, en el caso de multinacionales y grandes empresas nacionales), o porque disponen de los conocimientos y medios oportunos para acudir a estos mercados, no es probable que se vean afectadas por tal inestabilidad en la disponibilidad de financiación. Sin embargo, el marcado comportamiento cíclico que sigue el mercado regional de crédito sí que puede afectar a la estructura productiva regional, y con ello a las perspectivas de desarrollo regional a medio plazo.

<sup>5</sup> RODRIGUEZ FUENTES (1998) ofrece evidencia empírica al respecto para el caso español.

Respecto a la influencia que ejerce el ciclo económico sobre el mercado de crédito, podemos asumir que la oferta de crédito en el mercado nacional dependerá de la expectativa que los bancos tengan sobre el riesgo de insolvencia y rentabilidad futuras. Mientras que durante las expansiones el riesgo de insolvencia se reduce, expandiendo de este modo la oferta de crédito, en las recesiones se producirá una contracción del mismo (véase Minsky, 1982). La reacción de las autoridades monetarias ante al aumento del volumen de crédito durante la fase expansiva suele ser el aumento de los tipos de interés, lo cual tendrá consecuencias directas en los mercados regionales de crédito, particularmente en los calificados como periféricos.

Si bien es probable que la segmentación institucional en el seno de la UE sea eliminada por el aumento en la concentración bancaria a nivel nacional e internacional, con lo cual los bancos regionales desempeñarían un papel marginal en el mercado financiero europeo, lo cierto es que no podemos decir lo mismo de la segmentación del mercado. Es muy probable que la segmentación del mercado persista incluso en un mercado financiero plenamente integrado. Dado que la evaluación del riesgo crediticio descansa en juicios convencionales, es muy probable que la dimensión o localización regional tenga una elevada importancia en la determinación de éste. No se trata solamente de que a unas regiones se les asigne un mayor o menor nivel de riesgo, o que los costes para la recopilación de información sean mayores o menores en unas u otras, tal y como sostiene la teoría neokeynesiana. Más bien se trata de que, debido a la utilización de procedimientos y valoraciones estándares en la evaluación del riesgo crediticio, desde el momento en que se le asigne a una región un mayor nivel de riesgo que a otra, este juicio o valoración tenderá a autocumplirse ya que provocará una reducción del crédito en esa región. De acuerdo con la teoría postkeynesiana, resulta extremadamente difícil, si no imposible, efectuar una evaluación objetiva del riesgo crediticio. Por lo tanto, no son sólo los prestatarios (demanda) los que pueden segmentar el mercado debido a un conocimiento inadecuado e incompleto, sino que la

segmentación del mercado podría ser también resultado del propio comportamiento de los prestamistas (oferta)<sup>6</sup>.

Naturalmente, un mayor nivel de conocimiento y mayores dosis de integración monetaria son factores que podrían ayudar en el proceso de evaluación del riesgo crediticio. Pero desde el momento en el que el proceso de evaluación del riesgo descansa, en última instancia, en valoraciones difícilmente objetivables (aspecto éste que sería confirmado por la mayor parte de los agentes implicados en este proceso), el volumen total de crédito, así como su distribución regional, será producto de esta valoración previa, y esto es difícil que se altere con la integración financiera y monetaria en la UE. Los juicios o valoraciones que prevalezcan en este mercado único bancario dependerán del tipo de estructura que caracterice a este sistema, el cual es muy probable que exhiba un elevado grado de concentración.

## 5. Conclusiones

El propósito de este trabajo ha sido el de analizar las perspectivas del sector financiero europeo, con especial énfasis en sus implicaciones para las economías que componen la UE. De nuestro análisis se desprende que la previsión que mantiene el enfoque de mercados perfectos no es probable que se cumpla en el caso europeo, si bien podría ser aplicable al segmento de las empresas multinacionales. La literatura financiera regional, en sus análisis sobre la segmentación institucional y de mercado, proporciona un esquema teórico en el que tienen cabida otras estructuras de mercado alternativas a la de competencia perfecta. Estas dos posibilidades fueron analizadas a través de las teorías neokeynesiana y postkeynesiana, y concluimos que este último enfoque resulta más idóneo para el análisis del riesgo en los mercados de crédito, así como para el estudio del patrón de creación de crédito a lo largo del ciclo económico.

---

<sup>6</sup> Para profundizar en las diferencias entre los enfoques neokeynesiano y postkeynesiano sobre el funcionamiento de los mercados regionales de crédito, véase DOW y RODRIGUEZ FUENTES (1997).

La teoría postkeynesiana sugiere que es muy probable que se registre un aumento en los niveles de concentración bancaria en Europa, lo cual supondrá una mayor presión competitiva para los bancos regionales. Como consecuencia del avance en el proceso de integración europeo, así como del mayor desarrollo alcanzado por su sistema bancario, existirán mayores posibilidades para la creación de crédito en el seno de la UE. Sin embargo, y a pesar de que el mayor grado de integración entre los distintos sistemas bancarios europeos sienta las bases para que se registre una mejora de la financiación disponible, tanto en términos de cantidad como de precio, ello no asegura que tales ventajas vayan a distribuirse de un modo uniforme entre los distintos mercados europeos, ni tampoco que esta situación vaya a favorecer particularmente a las regiones que hasta ese momento disponían de mercados segmentados, tal y como parece desprenderse de los documentos elaborados por la Comisión. Es evidente, además, que la decisión de *cuánto* y *dónde* proporcionar esa nueva financiación, seguirá estando en manos de las propias instituciones bancarias. Si, como hemos intentado sugerir en nuestro trabajo, el aumento de los niveles de concentración en el sistema bancario europeo terminase por expulsar del mercado a los intermediarios bancarios de ámbito local/regional, ello podría aumentar el grado de vulnerabilidad financiera de las regiones periféricas, que son precisamente las que más directamente sufrirían las consecuencias de la existencia de un patrón de disponibilidad de crédito extremadamente sensible con respecto al ciclo económico.

Del análisis desarrollado en nuestro trabajo se desprende la posibilidad de que la política monetaria pudiera desempeñar un papel más activo en su contribución al crecimiento económico, en la medida en que en la actualidad ésta se encuentra limitada al control de la inflación mediante la regulación del tipo de interés de la zona euro. Una línea de actuación alternativa para la política monetaria podría consistir en el establecimiento de una senda temporal estable en los tipos de interés, de modo que se desalentasen los comportamientos explosivos en el endeudamiento, tanto al alza en las expansiones como a la baja en las recesiones, en la medida en que tal inestabilidad en el compor-

tamiento de los mercados de crédito no favorecería a los proyectos de inversión a largo plazo de las regiones menos desarrolladas. Esta nueva orientación de la política monetaria implicaría que, junto con el instrumento habitual de los tipos de interés, el Banco Central Europeo debería contemplar otros medios a través de los cuales propiciar un funcionamiento *adecuado* de los mercados de crédito para la consecución del crecimiento económico a medio y largo plazo, y no sólo un funcionamiento eficiente de los mismos. Se trataría, pues, de potenciar la *dimensión funcional* del sistema financiero, y no sólo su eficiencia.

### Referencias bibliográficas

- [1] BERNANKE, B.S. (1993): «Credit in the Macroeconomy», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, volumen 18, número 1, páginas 50-70.
- [2] BRANSON, W.H. (1990): «Financial Market Integration, Macroeconomic Policy and the EMS», en J. BRAGO DE MACEDO y C. BLISS (Eds.), *Unity with Diversity within the European Economy: The Community's Southern Frontier*. Cambridge: Cambridge University Press.
- [3] CARABELLI, A. (1995): «Uncertainty and Measurement in Keynes: Probability and Organicness», en S.C. DOW y J. HILLARD (Eds.): *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Aldershot: Elgar, páginas 137-60.
- [4] CHICK, V. (1993): «The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy», en S. FROWEN (Ed.), *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, Londres: Macmillan.
- [5] CHICK, V. y DOW, S.C. (1988): «A Post-Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and Regional Development», en P. ARESTIS (Ed.), *Post-Keynesian Monetary Economics*, Aldershot: Edward Elgar.
- [6] CHICK, V. y DOW, S.C. (1997): «Competition and the Future of the European Banking and Financial System», en J. SMITHIN, H. HAGEMANN y A. COHEN (Eds.), *Money, Financial Institutions and Macroeconomics*, Boston: Kluwer, páginas 253-70.
- [7] COTTRELL, A. (1994): «Post-Keynesian Monetary Economics», *Cambridge Journal of Economics*, volumen 18, número 6, páginas 587-605.
- [8] COWEN, T. y KROSZNER, R. (1994): *Explorations in the New Monetary Economics*, Oxford: Blackwell.
- [9] DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY (1991): *Constraints on the Growth of Small Firms*, Londres: HMSO.
- [10] DOW, S.C. (1995): «Uncertainty about Uncertainty», en S.C. DOW y J. HILLARD (Eds.): *Keynes, Knowledge and Uncertainty*. Aldershot: Elgar, páginas 117-27.

- [11] DOW, S.C. (1996): «Horizontalism: A Critique», *Cambridge Journal of Economics*, volumen 20, número 4, páginas 497-508.
- [12] DOW, S.C. (1998): «Knowledge, Information and Credit Creation», en R. ROTHEIM (Ed.), *New Keynesian Economics*, Londres: Routledge, páginas 214-26.
- [13] DOW, S.C. y RODRIGUEZ FUENTES, C.J. (1997): «Regional Finance: A Survey», *Regional Studies*, volumen 31, número 9, páginas 903-920.
- [14] DOW, S.C. y RODRIGUEZ FUENTES, C.J. (1998): «The Political Economy of Monetary Policy», en P. ARESTIS y M. SAWYER (Eds.): *The Political Economy of Central Banking*, Reino Unido: Edward Elgar.
- [15] ELIASSON, G. (1991): «Financial Institutions in a European Market for Executive Competence», en C. WIHLBORG, M. FRATIANNI y T.D. WILLETT (Eds.) *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*. Amsterdam: North-Holland.
- [16] EMERSON, M.; GROS, D.; ITALIANER, A.; PISANI-FERRY, J. y REICHENBACH, H. (1992): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.
- [17] FAZZARI, S. (1992): «Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post and New», en S. FAZZARI y D.B. PAPADIMITRIOU (Eds.), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, Nueva York: M E Sharpe.
- [18] FAZZARI, S., et al. (1991): «Financing Constraints and Corporate Investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, volumen 1, páginas 141-195.
- [19] FISHKIND, H.H. (1977): «The Regional Impact of Monetary Policy: An Economic Simulation Study of Indiana 1958-1973», *Journal of Regional Science*, volumen 17, número 1, páginas 77-88.
- [20] FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P.M. y WEISBROD, S.R. (1991): «Supervision and Regulation of Financial Markets in a New Financial Environment», en C. WIHLBORG, M. FRATIANNI y T.D. WILLETT (Eds.), *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, Amsterdam: North-Holland.
- [21] GARDENER, E.P.M. (1988): «Innovation and New Structural Frontiers in Banking», en P. ARESTIS (Ed.), *Contemporary Issues in Money and Banking*, Londres: Macmillan.
- [22] GARDENER, E.P.M. y MOLYNEUX, P. (1990): *Changes in Western European Banking: An International Banker's Guide*, Londres: Routledge.
- [23] GENTLE, C.J.S. (1993): *The Financial Services Industry: The Impact of Corporate Reorganisation on Regional Economic Development*, Aldershot: Avebury.
- [24] GOODHART, C.A.E. (1987): «Structural Changes in the British Capital Market», en *The Operation and Regulation of Financial Markets*, Londres: Macmillan.
- [25] HARRIGAN, F.J. y MCGREGOR, P.G. (1987): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds: A Model of Intermediate Financial Capital Mobility», *Journal of Regional Science*, volumen 27, número 3, páginas 357-367.
- [26] INGRAM, J.C. (1959): «State and Regional Payments Mechanisms», *Quarterly Journal of Economics*, volumen 73, páginas 619-632.
- [27] JONES, R.A. y OSTROY, J.M. (1984): «Flexibility and Uncertainty», *Review of Economic Studies*, volumen 1, páginas 13-32.
- [28] MCKILLOP, D.G. y HUTCHINSON, R.W. (1990): *Regional Financial Sectors in the British Isles*, Aldershot: Avebury.
- [29] MINSKY, H.P. (1982): *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton: Wheatsheaf.
- [30] MOORE, C.L. y HILL, J.M. (1982): «Interregional Arbitrage and the Supply of Loanable Funds», *Journal of Regional Science*, volumen 22, número 4, páginas 499-512.
- [31] PORTEOUS, D.J. (1995): *The Geography of Finance: Spatial Dimensions of Intermediary Behaviour*, Aldershot: Avebury.
- [32] POZDENA, R.J. y ALEXANDER, V. (1991): «Bank Structure in West Germany», en G.G. KAUFMAN (Ed.), *Banking Structures in Major Countries*, Boston: Kluwer.
- [33] RODRIGUEZ FUENTES, C.J. (1996): «El dinero como un factor real. Una aproximación a la Teoría Monetaria Postkeynesiana», *Información Comercial Española, Revista de Economía*, número 758, páginas 67-77.
- [34] RODRIGUEZ FUENTES, C.J. (1997): *Política Monetaria y Economía Regional*. Consejo Económico Social: Madrid.
- [35] RODRIGUEZ FUENTES, C.J. (1998): «Credit Availability and Regional Development», *Papers in Regional Science*, volumen 77, número 1, páginas 63-75.
- [36] RUNDE, J. (1990): «Keynesian Uncertainty and the Weight of Arguments», *Economics and Philosophy*, volumen 6, páginas 275-292.
- [37] RUNDE, J. (1994): «Keynesian Uncertainty and Liquidity Preference», *Cambridge Journal of Economics*, volumen 18, número 2, páginas 129-144.
- [38] SHACKLE, G.L.S. (1972): *Epistemics and Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- [39] STIGLITZ, J. y WEISS, A. (1981): «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information», *American Economic Review*, volumen 71, número 3, páginas 393-410.

Indices de

ICE

*Información Comercial Española. Revista de Economía*



1982 - 1998